ANÁLISIS DE ESTADOS FINANCIEROS

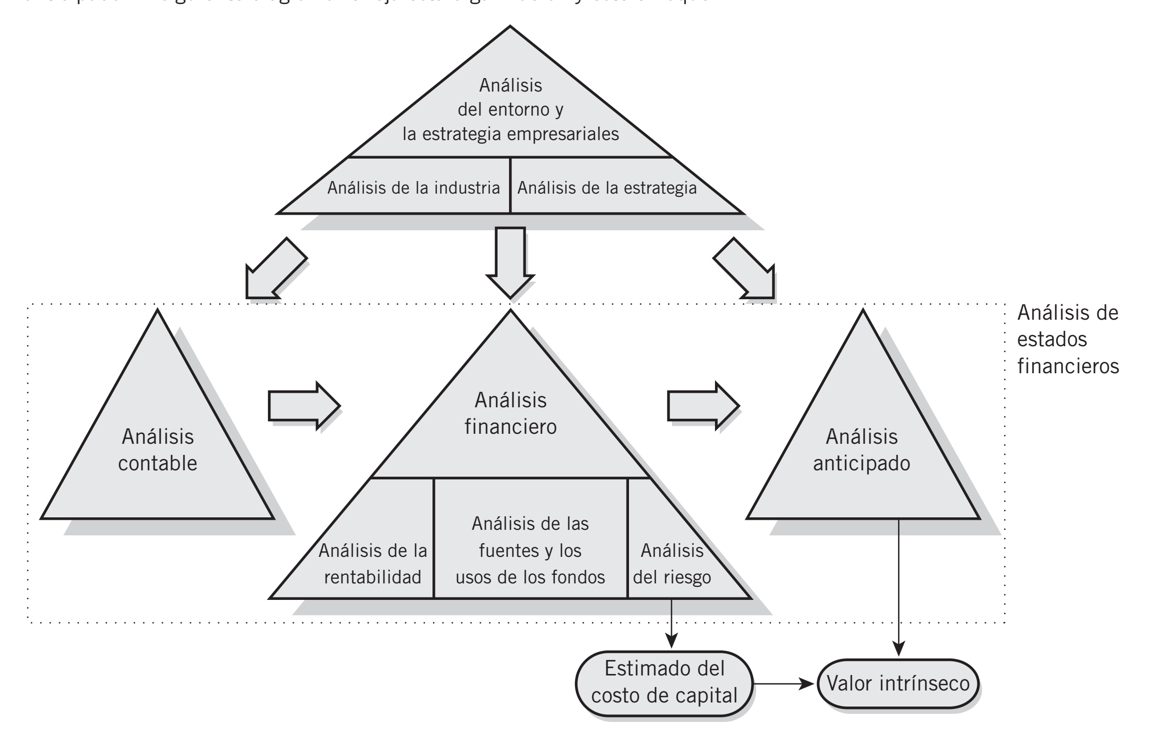
John J. Wild
K.R. Subramanyam
Robert F. Halsey

Novena edición



ORGANIZACIÓN Y ENFOQUE

El análisis de estados financieros forma parte de la tarea más amplia del análisis empresarial. Los capítulos 1 y 2 proporcionan una visión general y describen esta amplia tarea, incluido el análisis de la industria y la estrategia. Los capítulos 3, 4, 5 y 6 se enfocan en el análisis contable y en los ajustes necesarios para los estados financieros. Los capítulos 7, 8, 9, 10 y 11 se centran en el análisis financiero, incluido el análisis anticipado. El siguiente diagrama refleja esta organización y este enfoque:



ANÁLISIS DE ESTADOS FINANCIEROS

ANÁLISIS DE ESTADOS FINANCIEROS

NOVENA EDICIÓN

John J. Wild
University of Wisconsin at Madison

K. R. Subramanyam
University of Southern California

Robert F. Halsey
Babson College

Revisión técnica

José Oliver Ambía López
Tonantzin González Cervantes
Departamento de Contabilidad y Finanzas,
Instituto Tecnológico y de Estudios Superiores de Monterrey,
Campus Toluca



MÉXICO • BOGOTÁ • BUENOS AIRES • CARACAS • GUATEMALA • LISBOA
MADRID • NUEVA YORK • SAN JUAN • SANTIAGO • AUCKLAND
LONDRES • MILÁN • MONTREAL • NUEVA DELHI • SAN FRANCISCO • SÃO PAULO
SINGAPUR • SAN LUIS • SIDNEY • TORONTO

Director Higher Education: Miguel Ángel Toledo Castellanos
Director editorial: Ricardo Alejandro del Bosque Alayón
Editor sponsor: Jesús Mares Chacón
Editor de desarrollo: Edmundo Carlos Zúñiga Gutiérrez
Supervisor de producción: Zeferino García García

Traductoras: Guadalupe Meza Staines/Pilar Carril Villarreal

ANÁLISIS DE ESTADOS FINANCIEROS
Novena edición



A Subsidiary of ***The McGraw-Hill*** *Companies, Inc.*
Edificio Punta Santa Fe
Prolongación Paseo de la Reforma 1015, Torre A
Piso 17, Colonia Desarrollo Santa Fe,
Delegación Álvaro Obregón
C.P. 01376, México, D. F.
Miembro de la Cámara Nacional de la Industria Editorial Mexicana, Reg. Núm. 736

ISBN-13: 978-970-10-6112-1
ISBN-10: 970-10-6112-8

Traducido de la novena edición de la obra: FINANCIAL STATEMENT ANALYSIS.

0-07-310023-4

0123456789 09865432107

Impreso en México *Printed in Mexico*

DEDICATORIA

A mi esposa Gail y a mis hijos Kimberly, Jonathan, Stephanie y Trevor

—J. J. W.

A mi esposa Jayasree, a mi hijo Sujay y a nuestros padres

—K. R. S.

A mi esposa Ellie y a mis hijos Christian y Grace

—R. F. H.

PREFACIO

Bienvenidos a la novena edición de *Análisis de estados financieros*. Este libro es producto de extensas encuestas de mercado, revisiones de capítulos y comunicación con maestros y estudiantes. Estamos muy contentos de ver que un abrumador número de maestros, estudiantes, profesionales y organizaciones están de acuerdo con nuestro planteamiento del análisis de estados financieros. Este libro traza una ruta única en el análisis de estados financieros, ya que se trata de un método que responde a las peticiones y exigencias de los analistas de la época moderna. Desde el principio, una de las principales metas al escribir este libro ha sido satisfacer esas necesidades, proporcionando el libro de texto más avanzado, accesible, moderno y orientado a los usuarios del área. Nos sentimos complacidos al ver que la acogida del libro en Estados Unidos y en todo el mundo ha excedido a nuestras expectativas.

El análisis de estados financieros es apasionante y dinámico. Este libro revela las claves de un análisis eficiente con el fin de dotar a los lectores de una ventaja en un mercado cada vez más competido. Sabemos que los estados financieros son importantes para las decisiones de muchos individuos, entre otros, inversionistas, acreedores, consultores, administradores, auditores, directores, analistas, reguladores y empleados. Este libro proporciona a estos individuos las capacidades analíticas necesarias para triunfar en los negocios. Sin embargo, la experiencia en la enseñanza de este material nos dice que para atraer el interés de los lectores, debemos demostrar la importancia del análisis. Este libro demuestra continuamente esa utilidad por medio de aplicaciones en compañías del mundo real. Por otra parte, el propósito del libro es beneficiar a la gama más amplia de lectores, desde aquellos que experimentan una simple curiosidad acerca de los mercados financieros, hasta aquellos con años de experiencia y contabilidad y finanzas.

ORGANIZACIÓN Y CONTENIDO

La organización de este libro se ajusta a diferentes estilos de enseñanza. Aun cuando el libro es integral, su organización permite a los profesores elegir los temas y la profundidad del tratamiento según lo deseen. En el capítulo 1 se indica a los lectores en qué forma los temas del libro están relacionados unos con otros y de qué manera se ajustan dentro de la amplia disciplina del análisis de estados financieros. El libro está organizado en tres partes:

1. Visión general del análisis
2. Análisis contable
3. Análisis financiero

VISIÓN GENERAL DEL ANÁLISIS

Los capítulos 1 y 2 dan una idea general del análisis de estados financieros. Presentamos el análisis de estados financieros como una parte integral del marco de trabajo más amplio del análisis de negocios. Examinamos la función del análisis de estados financieros en los diferentes tipos de análisis empresarial, como análisis del capital y análisis del crédito. Hacemos hincapié en la comprensión de las actividades empresariales, como planeación, financiamiento, inversión y operación. Describimos las estrategias en que se sustentan las actividades de negocios y sus efectos sobre los

estados financieros. De igual manera, subrayamos la importancia que tiene la contabilidad según el principio de acumulación para el análisis, así como la utilidad de efectuar un análisis contable con el fin de hacer los ajustes apropiados a los estados financieros antes de iniciar el análisis financiero. Aplicamos varias herramientas y técnicas muy difundidas para analizar e interpretar los estados financieros. Una característica única e importante es nuestra utilización del informe anual de Dell como un medio para atraer de inmediato a los lectores e inculcarles talento. Los capítulos son como sigue:

- *Capítulo 1.* Iniciamos el análisis de los estados financieros considerando su importancia para las decisiones de negocios. Esto lleva a enfocarse en los usuarios, incluido lo que necesitan y en qué forma les sirve el análisis. Describimos las actividades empresariales y la forma en que se reflejan en los estados financieros. También se explica la valuación tanto de la deuda como del capital.
- *Capítulo 2.* Este capítulo explica la naturaleza y el propósito de la contabilidad y el informe financieros, incluido el entorno más vasto en el cual se preparan y utilizan los estados financieros. Ponemos de relieve la importancia de la contabilidad según el principio de acumulación, en comparación con la contabilidad de efectivo. Identificamos y consideramos los mitos y las verdades de estos dos sistemas de medición. De la misma manera, se describen la importancia y las limitaciones de los datos contables para propósitos del análisis, además de la importancia de realizar un análisis contable para efectos del análisis financiero.

ANÁLISIS CONTABLE

Para ayudar en el análisis contable, los capítulos 3 al 6 explican y analizan las prácticas de medición y registro contables que son la base de los estados financieros. Organizamos este análisis alrededor de las actividades de financiamiento (pasivos y capital), inversión (activos) y de operación (ingreso). Mostramos la forma en la cual las actividades de operación son el resultado de cambios en las actividades de inversión y financiamiento. Proporcionamos ideas acerca de la determinación del ingreso y la medición de activos y pasivos. Lo que es más importante, estudiamos los procedimientos y sugerencias para al análisis y el ajuste de los estados financieros, con el fin de mejorar su contenido económico para un análisis financiero significativo. Los cuatro capítulos son:

- *Capítulo 3.* El capítulo 3 se inicia con el análisis detallado de los números que reflejan las actividades de financiamiento. Explica la forma en la cual esos números son la materia prima del análisis financiero. Nuestra atención se concentra en explicar, analizar, interpretar y ajustar esos números registrados con el fin de que reflejen mejor las actividades de financiamiento. Los temas cruciales incluyen arrendamientos, pensiones, financiamiento fuera del balance y capital de los accionistas.
- *Capítulo 4.* Este capítulo extiende el análisis a las actividades de inversión. Mostramos la forma de analizar y ajustar (según sea necesario) los números que reflejan activos, como cuentas por cobrar, inventarios, propiedad, equipo e intangibles. Explicamos lo que revelan esos números acerca de la posición financiera y el desempeño, incluido el desempeño futuro.
- *Capítulo 5.* El capítulo 5 amplía el análisis a las actividades de inversión entre compañías. Analizamos las inversiones intercorporativas, entre otras, inversiones del método de capital e inversiones en valores derivados, así como combinaciones de negocios. Además, en un apéndice examinamos las inversiones internacionales y sus implicaciones respecto a registro en los estados financieros.
- *Capítulo 6.* Este capítulo se enfoca en el análisis de las actividades y el ingreso de operación. Estudiamos el concepto y la medición del ingreso como algo distinto de los flujos de efectivo. Analizamos las mediciones acumuladas en el rendimiento del ingreso neto. Se hace hincapié en la comprensión de los métodos de reconocimiento tanto de los ingresos como de los gas-

tos. Analizamos y ajustamos la declaración de ingresos y sus componentes, con la inclusión de temas como reestructuración de cargos, afectaciones del efectivo, opciones de compra de acciones para empleados y contabilidad para impuestos.

ANÁLISIS FINANCIERO

Los capítulos 7 al 11 examinan los procesos y métodos del análisis financiero (incluido el análisis prospectivo). Hacemos hincapié en los objetivos de diferentes usuarios y describimos las herramientas y técnicas analíticas para alcanzar esos objetivos. Los medios del análisis varían desde el cálculo de la razón y las medidas del flujo de efectivo hasta la predicción de las utilidades y la valuación del capital. Aplicamos herramientas del análisis que permiten reconstruir la realidad económica incluida en los estados financieros. Demostramos la forma en la cual las herramientas y técnicas del análisis mejoran las decisiones de los usuarios, incluidas la valuación de la compañía y las decisiones sobre préstamos. Mostramos la forma en la cual el análisis de los estados financieros reduce la incertidumbre e incrementa la confianza en las decisiones empresariales. Esta sección consta de cinco capítulos y un caso exhaustivo:

- *Capítulo 7.* Este capítulo inicia nuestro estudio de la aplicación e interpretación de las herramientas del análisis financiero. Analizamos las medidas del flujo de efectivo con el fin de hacer inferencias acerca de todas las actividades empresariales, con atención especial en las actividades de operación. Cuando se analizan los flujos de efectivo, la atención se dirige hacia las condiciones de la compañía y de la industria.
- *Capítulo 8.* El capítulo 8 hace hincapié en el rendimiento sobre el capital invertido y explica las variaciones en la medición de éste. La atención se dirige al rendimiento sobre los activos netos de operación y al rendimiento sobre el capital. Desglosamos ambas medidas del rendimiento y describimos su importancia. Le prestamos atención especial al desglose del rendimiento sobre el capital en componentes netos de operación y no de operación, así como a las diferencias en los márgenes y la rotación entre las industrias.
- *Capítulo 9.* Describimos el pronóstico y el análisis pro forma de los estados financieros. Presentamos el pronóstico del balance, el estado de resultados y la declaración de flujos de efectivo, con un ejemplo detallado. Después proporcionamos un ejemplo para vincular el análisis anticipado con la valuación del capital.
- *Capítulo 10.* Este capítulo se concentra en el análisis del crédito, tanto la liquidez como la solvencia. Primero explicamos las herramientas del análisis para evaluar la liquidez, incluidas las razones basadas en la contabilidad, la rotación y las medidas de la actividad de operación. A continuación, se analizan la importancia del apalancamiento financiero y sus efectos sobre el riesgo y el rendimiento. Se explican los ajustes analíticos con respecto a las pruebas de liquidez y solvencia. Por último, describimos las medidas de cobertura de utilidades y su interpretación.
- *Capítulo 11.* El último capítulo hace hincapié en el análisis basado en las utilidades y en la valuación del capital. El análisis basado en las utilidades apunta a la calidad de las utilidades, la persistencia de las utilidades y la capacidad de generarlas. De igual manera, se examinan las técnicas para medir y aplicar estos conceptos. La discusión de la valuación del capital se concentra en el pronóstico de las cifras contables y la estimación del valor de la compañía.
- *Caso exhaustivo.* Este caso es un análisis completo de los estados financieros y las notas relacionadas. Describimos los pasos para analizar los estados financieros y los atributos fundamentales de un informe del análisis. Nuestro análisis está organizado alrededor de componentes clave del análisis de los estados financieros: análisis del efectivo, rendimiento sobre el capital invertido, utilización de activos, desempeño de la operación, rentabilidad, pronóstico, liquidez, estructura del capital y solvencia.

CAMBIOS PRINCIPALES EN ESTA EDICIÓN

Muchos lectores aportaron sugerencias por medio de revisiones de los capítulos, encuestas e intercambio de ideas por varias vías. En respuesta a esas sugerencias, hicimos los siguientes cambios:

- **Dell reemplaza a Kodak como compañía principal del análisis.** Dell constituye una compañía floreciente y en crecimiento para ilustrar el análisis; también se utiliza para explicar muchas prácticas empresariales y es de interés para un vasto público. Campbell Soup se conserva como otra compañía útil para efectos de ejemplos y tareas.
- **Revisión del rendimiento sobre el capital invertido (capítulo 8).** El rendimiento sobre la inversión se desglosa en componentes de operación y no de operación, a fin de reflejar los adelantos actuales en el análisis de estados financieros. El rendimiento sobre los activos netos de operación (RNOA, siglas de Return on net operating assets) se desglosa además en rotación de activos netos de operación y margen de utilidad de operación. La distinción entre de operación y no de operación es importante y ofrece puntos de vista sobre el desempeño y el análisis de la compañía.
- **Ampliación de la discusión del financiamiento fuera del balance.** La explicación de las entidades de propósito especial se amplía para incluir a las *entidades de interés variable* (VIE, siglas de Variable interest entities) que se derivan de la aprobación de nuevas reglas contables para la consolidación y su importancia en la práctica.
- **Inversiones en valores comerciables y derivados en el capítulo 5.** Esta edición fusiona todas las inversiones en valores en un solo capítulo. El análisis de las divulgaciones de divisas se moderniza y se incluye en un apéndice del capítulo 5.
- **Discusión ampliada de la contabilidad según el principio de acumulación.** La contabilidad según el principio de acumulación es la piedra angular del análisis de estados financieros. Esta edición incluye más argumentos para ayudar a los estudiantes en su análisis e interpretación de los aspectos fundamentales de la compañía.
- **Simplificación del estudio de las pensiones y las otras prestaciones laborales postjubilación (OPEB, siglas de Other postretirement employee benefits)**. Una vez revisado, el capítulo 3 se enfoca más en el análisis y la interpretación de las divulgaciones de las prestaciones laborales postjubilación. La mecánica contable detallada se cambió al apéndice.
- **Se incluyen los recortes de capital.** La frecuencia de los recortes de capital, las escisiones de acciones y las divisiones de acciones se ha incrementado a medida que las compañías tratan de liberar el valor de los accionistas. El capítulo 3 incluye una nueva sección para exponer la contabilidad de esas actividades e interpretarlas.
- **El caso exhaustivo se amplía para incluir un desglose revisado del rendimiento sobre el capital.** El marco de trabajo del análisis seguido en el capítulo 8 se amplía al caso exhaustivo para reforzar la importancia de la distinción de operación y no de operación para el análisis de estados financieros.
- **Un libro bien enfocado y práctico**. Los autores siguen haciendo hincapié en un libro modernizado y conciso, acompañado de una abundancia de aplicaciones e instrucciones prácticas para el análisis.

PEDAGOGÍA INNOVADORA

Creemos que las personas aprenden mejor cuando se les proporciona una motivación y una estructura. Las características pedagógicas de este libro facilitan esas metas del aprendizaje. Las características incluyen:

- **Artículo principal para el análisis.** Un artículo cuyo sujeto principal es una compañía real inicia cada capítulo para poner de relieve la pertinencia de los materiales de ese capítulo. El análisis que se hace en el capítulo es acerca de esa compañía. La experiencia señala que los lectores se sienten motivados a aprender cuando se despierta su interés.

- **Objetivos del análisis.** Los capítulos se inician con los principales objetivos del análisis que ponen de relieve las metas importantes del capítulo.
- **Vínculos del análisis.** Los vínculos aparecen al principio de cada capítulo para establecer relaciones entre los temas y los conceptos de los capítulos anteriores, el actual y los siguientes. Estas especies de mapas de carreteras, tituladas, *Retrospectiva, En este capítulo y Más adelante,* proporcionan una estructura para el aprendizaje.
- **Presentación preliminar del análisis.** Una presentación preliminar inicia cada capítulo describiendo el contenido y la importancia.
- **Punto de vista del análisis.** Los escenarios en que se representan varios papeles en cada capítulo son una característica única que señala la utilidad del análisis de los estados financieros para una extensa variedad de individuos que toman decisiones.
- **Extracto del análisis.** Numerosos párrafos tomados de la práctica, entre otros, divulgaciones del informe anual, recortes de periódicos y comunicados de prensa, ilustran los puntos y temas principales. Los extractos refuerzan la pertinencia del análisis y atraen la atención del lector.
- **Investigación del análisis.** Los múltiples recuadros breves en cada capítulo discuten la investigación actual pertinente para el análisis y la interpretación de los estados financieros.
- **Anotaciones del análisis.** Cada capítulo lleva anotaciones marginales. Estas anotaciones tratan acontecimientos de negocios pertinentes, interesantes y actuales, relacionados con el análisis de los estados financieros.
- **Realimentación del análisis.** Las tareas al final del capítulo incluyen numerosas tareas tradicionales e innovadoras, complementadas por varios casos que se basan en estados financieros reales como los de Wal-Mart, Kmart, Nike, Reebok, Allied Signal, Lucent Technologies, IBM, Dell, Rite Aid, Motorola, Yahoo!, Baxter International, Columbia Pictures, Abbott, Philip Morris, Merck y Coca-Cola. Las tareas son de cuatro tipos: *Preguntas, Ejercicios, Problemas y Casos.* El título de cada tarea refleja el propósito de ésta, y muchas requieren pensamiento crítico, capacidades de comunicación, interpretación y toma de decisiones. Este libro sobresale tanto por la diversidad como por el número de tareas al final de cada capítulo. De un modo selectivo, en los márgenes aparecen cifras de comprobación clave.
- **Compañías que constituyen el tema central del análisis.** Los estados financieros completos de dos compañías, Dell Inc. y Campbell Soup, se reproducen en el libro y se utilizan en numerosas tareas. La experiencia demuestra que la utilización frecuente de los informes anuales incrementa el interés y el aprendizaje. Estos informes incluyen notas y otra información financiera.

LECTORES A LOS QUE SE BUSCA LLEGAR

Este libro, que constituye un éxito de ventas, está destinado a los lectores de todos los terrenos relacionados con los negocios. Estudiantes y profesionales por igual encuentran al libro benéfico para sus carreras, gracias a que son recompensados con una comprensión tanto de las técnicas del análisis como del saber cómo aplicarlas. Las recompensas también incluyen las capacidades para reconocer con éxito las oportunidades de negocios y el conocimiento para aprovecharlas.

El libro se ajusta a cursos con una duración de más de un trimestre, un semestre, o dos trimestres. Resulta adecuado para una amplia gama de cursos con área de concentración en el análisis de estados financieros, incluidos los cursos "de coronamiento" de nivel superior. El libro se utiliza a niveles tanto de licenciatura como de graduados, así como en programas profesionales. Constituye el libro preferido en la enseñanza moderna del análisis de estados financieros.

PAQUETE DE AYUDAS

Este libro está respaldado por un amplio paquete de materiales para el maestro, orientados a las necesidades tanto de los estudiantes como de los profesores de análisis de estados financieros. Para conocer los términos y condiciones de disposición del material referido, favor de consultar a su representante McGraw-Hill más cercano.

AGRADECIMIENTOS

Agradecemos el aliento, las sugerencias y los consejos proporcionados por muchos profesores, profesionales y estudiantes mientras escribíamos este libro. Ha sido un esfuerzo de equipo y reconocemos las contribuciones de todas estas personas, que incluyen a los siguientes profesionales que leyeron partes de este libro en varias formas:

Kenneth Alterman *(Standard & Poor's)*
Michael Ashton *(Ashton Analytics)*
Clyde Bartter *(Portfolio Advisory Co.)*
Laurie Dodge *(Interbrand Corp.)*
Vincent C. Fung *(PricewaterhouseCoopers)*
Hyman C. Grossman *(Standard & Poor's)*
Richard Huff *(Standard & Poor's)*
Michael A. Hyland *(First Boston Corp.)*
Robert J. Mebus *(Standard & Poor's)*
Robert Mednick *(Arthur Andersen)*
William C. Norby *(Financial Analyst)*
David Norr *(First Manhattan Corp.)*
Thornton L. O'Glove *(Quality of Earnings Report)*
Paul Rosenfield *(AICPA)*
George B. Sharp *(CITIBANK)*
Fred Spindel *(PricewaterhouseCoopers)*
Frances Stone *(Merrill Lynch & Co.)*
Jon A. Stroble *(Jon A. Stroble & Associates)*
Jack L. Treynor *(Treynor-Arbit Associates)*
Neil Weiss *(Jon A. Stroble & Associates)*
Gerald White *(Grace & White, Inc.)*

También queremos expresar nuestro reconocimiento a los siguientes profesores y colegas que proporcionaron comentarios y sugerencias para esta edición y las ediciones anteriores del libro:

Rashad Abdel-Khalik *(University of Illinois)*
M. J. Abdolmohammadi *(Bentley College)*
Robert N. Anthony *(Harvard University)*
Hector R. Anton *(New York University)*
Terry Arndt *(Central Michigan University)*
Florence Atiase *(University of Texas at-Austin)*
Dick Baker *(Northern Illinois University)*
Steven Balsam *(Temple University)*
Mark Bauman *(University of Northern Iowa)*
William T. Baxter *(CUNY–Baruch)*
William Belski *(Virginia Tech)*
Martin Benis *(CUNY–Baruch)*
Shyam Bhandari *(Bradley University)*
Fred Bien *(Franklin University)*
John S. Bildersee *(New York University)*
Vince Brenner *(Louisiana State University)*
Abraham J. Briloff *(CUNY–Baruch)*
Gary Bulmash *(American University)*
Joseph Bylinski *(University of North Carolina)*
Douglas Carmichael *(CUNY–Baruch)*
Benny R. Copeland *(University of North Texas)*
Harry Davis *(CUNY–Baruch)*
Peter Lloyd Davis *(CUNY–Baruch)*
Wallace N. Davidson III *(University of North Texas)*
Timothy P. Dimond *(Northern Illinois University)*
Peter Easton *(University of Notre Dame)*
James M. Emig *(Villanova University)*

Calvin Engler
(Iona College)

Karen Foust
(Tulane University)

Thomas J. Frecka
(University of Notre Dame)

Don Giacomino
(Marquette University)

Edwin Grossnickle
(Western Michigan University)

Peter M. Gutman
(CUNY–Baruch)

J. Larry Hagler
(East Carolina University)

James William Harden
(University of North Carolina at Greensboro)

Frank Heflin
(Purdue University)

Steven L. Henning
(Southern Methodist University)

Yong-Ha Hyon
(Temple University)

Henry Jaenicke
(Drexel University)

Keith Jakob
(University of Montana)

Kenneth H. Johnson
(Georgia Southern University)

Janet Kimbrell
(Oklahoma State University)

Jo Koehn
(Central Missouri State)

Homer Kripke
(New York University)

Russ Langer

Barbara Leonard
(Loyola University, Chicago)

Steven Lillien
(CUNY–Baruch)

Ralph Lim
(Sacred Heart University)

Thomas Lopez
(Georgia State University)

Mostafa Maksy
(Northeastern Illinois University)

Brenda Mallouk
(University of Toronto)

Ann Martin
(University of Colorado–Denver)

Martin Mellman
(Hofstra University)

Krishnagopal Menon
(Boston University)

William G. Mister
(Colorado State University)

Stephen Moehrle
(University of Missouri–St.-Louis)

Belinda Mucklow
(University of Wisconsin)

Sia Nassiripour
(William Paterson University)

Hugo Nurnberg
(CUNY-Baruch)

Per Olsson
(Duke University)

Zoe-Vonna Palmrose
(University of Southern California)

Stephen Penman
(Columbia University)

Sirapat Polwitoon
(Susquehanna University)

Tom Porter
(NERA Economic Consulting)

Eric Press
(Temple University)

Chris Prestigiacomo
(University of Missouri at-Columbia)

Larry Prober
(Riber University)

William Ruland
(CUNY–Baruch)

Stanley C. W. Salvary
(Canisius College)

Phil Shane
(University of Colorado at-Boulder)

Don Shannon
(DePaul University)

Ken Shaw
(University of Missouri)

Lenny Soffer
(University of Illinois–Chicago)

Pamela Stuerke
(University of Rhode Island)

Karen Taranto
(George Washington University)

Gary Taylor
(University of Alabama)

Rebecca Todd
(Boston University)

Bob Trezevant
(University of Southern California)

John M. Trussel
(Penn State University at-Harrisburg)

Joseph Weintrop
(CUNY–Baruch)

Jerrold Weiss
(Lehman College)

J. Scott Whisenant
(University of Houston)

Kenneth L. Wild
(University of London)

Richard F. Williams
(Wright State University)

Philip Wolitzer
(Marymount Manhattan College)

Christine V. Zavgren

Stephen Zeff
(Rice University)

Agradecemos la autorización para utilizar los materiales adaptados de los exámenes de la Association for Investment Management and Research (AIMR) y el American Institute of Certified Public Accountants (AICPA). Nuestro agradecimiento especial a Karen Foust de Tulane University por verificar la exactitud de las respuestas y a Ariel Markelevich de Long Island University por revisar el Banco de pruebas. De la misma manera, tenemos el privilegio de trabajar con un equipo extraordinario de profesionales de McGraw-Hill/Irwin, que abarca tanto personal editorial, como de mercadotecnia y ventas.

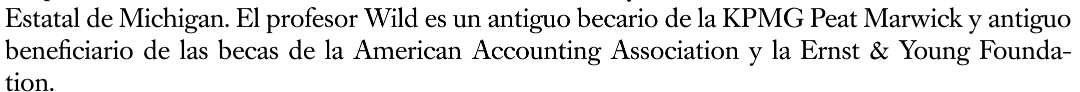
Nuestro agradecimiento especial a nuestras respectivas familias por su paciencia, comprensión e inspiración para terminar este libro, que se los dedicamos a ellas.

John J. Wild
K. R. Subramanyam
Robert F. Halsey

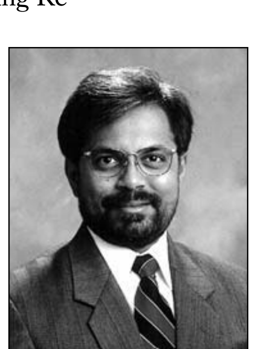
ACERCA DE LOS AUTORES

Como equipo, John Wild, K. R. Subramanyam y Robert Halsey constituyen una mezcla de capacidades de manera única adecuada para escribir un libro de texto sobre análisis y valuación de estados financieros. Combinan una trayectoria de enseñanza e investigación ganadora de varios galardones con una amplia perspectiva de la contabilidad y el análisis, adquiridas a lo largo de años de experiencias profesionales y de enseñanza.

John J. Wild es catedrático de contabilidad y Profesor distinguido Robert y Monica Beyer de la Universidad de Wisconsin en Madison. Previamente desempeñó cargos en la Universidad Estatal de Michigan y en la Universidad de Manchester, Inglaterra. Obtuvo la licenciatura en administración de empresas y el doctorado en la Universidad de Wisconsin.

El profesor Wild imparte cursos de contabilidad y análisis a nivel de licenciatura y posgrado. Ha recibido el Premio de excelencia en la enseñanza Mabel W. Chipman, el Premio departamental de excelencia en la enseñanza, y el Premio de excelencia en la enseñanza que le otorgaron las clases de graduados en la maestría de administración de empresas de 2003 y 2005 en la Universidad de Wisconsin. Asimismo, ha recibido los premios de excelencia en la enseñanza Beta Alfa Psi y Salmonson de la Universidad  Estatal de Michigan. El profesor Wild es un antiguo becario de la KPMG Peat Marwick y antiguo beneficiario de las becas de la American Accounting Association y la Ernst & Young Foundation.

El profesor Wild es miembro activo de la American Accounting Association y sus secciones. Ha colaborado en varios comités de estas organizaciones, entre otros, Outstanding Accounting Educator Award, Wildman Award, National Program Advisory Publications, así como en comités de investigación. El profesor Wild es autor del libro *Financial Accounting,* un éxito de ventas publicado por McGraw-Hill/Irwin. Sus numerosos artículos de investigación sobre contabilidad y análisis financieros aparecen en *The Accounting Review, Journal of Accounting Research, Journal of Accounting and Economics, Contemporary Accounting Research, Journal of Accounting, Auditing & Finance, Journal of Accounting and Public Policy, Journal of Business Finance and Accounting, Auditing: A Journal of Theory and Practice,* al igual que en otras publicaciones de contabilidad y negocios. Por otra parte, el Dr. Wild fungió como director editorial adjunto de Contemporary Accounting Research y ha colaborado en los consejos editoriales de diversas publicaciones periódicas prestigiadas, como *The Accounting Review* y el *Journal of Accounting and Public Policy.*



K. R. Subramanyam es profesor adjunto de contabilidad y profesor investigador Leventhal en la Escuela de Negocios Marshal, de la Universidad del Sur de California. Obtuvo la maestría en administración de empresas en el Indian Institute of Management y el doctorado en la Universidad de Wisconsin. Antes de obtener su doctorado trabajó como consultor administrativo internacional y como planificador financiero para General Foods.

El profesor Subramanyam ha impartido cursos de análisis de estados financieros, contabilidad financiera y contabilidad administrativa a nivel de postgrado y de licencia-

tura. Es un maestro muy respetado, reconocido por su compromiso y creatividad en el campo de la educación de negocios. Su curso de análisis de estados financieros es uno de los cursos más populares en la Escuela de Negocios Marshall. El profesor Subramanyam es becario del programa de talentos estadounidenses, miembro de la sociedad Beta Alfa Psi y becario del fondo Deloitte and Touche. También ha obtenido las becas Robert Beyer y Arthur Andersen. El profesor Subramanyam participa activamente en varias organizaciones estadounidenses e internacionales, incluida, la American Accounting Association. Asimismo, ha prestado sus servicios en esas organizaciones en varios cargos, entre otros, miembro del Committee to Identify Seminal Contributions to Accounting.

Los intereses del profesor Subramanyam en la investigación abarcan una amplia gama, que incluye los efectos económicos de los estados financieros, las implicaciones de la administración de las utilidades y el análisis y la valuación de estados financieros. Ha ganado premios tanto estadounidenses como internacionales por sus contribuciones a la investigación. Sus artículos aparecen en las principales publicaciones académicas, como *The Accounting Review, Contemporary Accounting Research, Journal of Accounting Research, Journal of Accounting and Economics* y *Journal of Business Finance and Accounting.*



Robert F. Halsey es profesor adjunto en Babson College. Obtuvo la maestría en administración de empresas y el doctorado en la Universidad de Wisconsin. Antes de obtener este último grado, trabajó como Director ejecutivo de finanzas en una compañía de menudeo y fabricación de propiedad privada y como vicepresidente y funcionario senior de préstamos de un banco importante.

El profesor Halsey imparte cursos de contabilidad financiera y administrativa a nivel tanto de postgrado como de licenciatura, incluido un popular curso sobre análisis de estados financieros para estudiantes del segundo año de la maestría en administración de empresas. También ha impartido numerosos cursos para ejecutivos de grandes compañías multinacionales a través de Babson Executive Education. Está considerado como un maestro innovador y ha sido reconocido por una enseñanza sobresaliente tanto en la Universidad de Wisconsin como en Babson College. Ha recibido una Beca Ernst & Young y es miembro de las sociedades de honor Beta Gamma Sigma y Fi Eta Sigma.

Los intereses del profesor Halsey en la investigación se hallan en el área de informes financieros, e incluyen la valuación de empresas, el análisis de estados financieros y aspectos relacionados con la divulgación. Ha publicado en *Advances in Quantitative Analysis of Finance and Accounting; The Journal of the American Taxation Association; Issues in Accounting Education; The Portable MBA in Finance and Accounting,* tercera edición; el *CPA Journal; AICPA Professor/Practitioner Case Development Program* y en otras publicaciones periódicas de contabilidad y análisis. El profesor Halsey también es coautor de *Financial Accounting for MBAs.* De igual manera, ha creado materiales de preparación para los exámenes de certificación de la CFA y ha impartido numerosos cursos de repaso para la CFA en la región noreste de Estados Unidos.

CONTENIDO ABREVIADO

CONTENIDO

ANÁLISIS DE ESTADOS FINANCIEROS

1

CAPÍTULO UNO

VISIÓN GENERAL DEL ANÁLISIS DE ESTADOS FINANCIEROS

EN ESTE CAPÍTULO

Se inicia el análisis de estados financieros considerando la utilidad de éste en el contexto más amplio del análisis de negocio. La compañía Dell, Inc., se utiliza como ejemplo para explicar la importancia de evaluar el desempeño financiero desde el punto de vista de las condiciones de la industria y económicas. Esto resulta en un enfoque en los usuarios de los estados financieros, las necesidades de información de éstos y la forma en que el análisis de los estados financieros aborda esas necesidades. Asimismo, se describen los tipos principales de actividades de negocios y la forma en que se reflejan en los estados financieros. Un análisis financiero preliminar ilustra estos importantes conceptos.

MÁS ADELANTE

El capítulo 2 describe el ambiente de los informes financieros y la información incluida en los estados financieros. Los capítulos 3 al 6 tratan el análisis contable, que es la tarea de analizar, ajustar e interpretar los números contables que constituyen los estados financieros. Los capítulos 7 al 11 se enfocan en lograr el dominio de las herramientas del análisis y la valuación de estados financieros. Después del capítulo 11 viene un análisis completo de los estados financieros.

OBJETIVOS DEL ANÁLISIS

- Explicar el análisis de negocios y su relación con el análisis de estados financieros.
- Identificar y examinar los diferentes tipos de análisis de negocio.
- Describir los análisis que constituyen el análisis de negocio.
- Explicar las actividades de negocio y su relación con los estados financieros.
- Describir el propósito de cada estado financiero y los vínculos entre ellos.
- Identificar la información relevante de los análisis, más allá de los estados financieros.
- Analizar e interpretar los estados financieros como una introducción a análisis más detallados.
- Aplicar técnicas básicas del análisis de estados financieros.
- Definir y expresar algunos modelos de valuación básicos.
- Explicar el propósito del análisis de estados financieros en un mercado eficiente.

¡Amigo, tiene una Dell!

Round Rock, Texas. Los números narran la historia: un valor de mercado de 90 000 millones de dólares, ingresos que exceden los 49 000 millones, 20% de crecimiento del ingreso en el trimestre más reciente y márgenes de operación consistentes de más de 80%. Esto contrasta, por ejemplo, con las utilidades de operación reducidas o nulas en el caso de las computadoras personales de HP, Apple e IBM. (*Fortune*, 2004)

Desde hace tiempo Dell es reconocida por su eficiencia en la fabricación, pero la compañía no está dormida en sus laureles. En un esfuerzo continuo para bajar sus costos de fabricación y operación, Dell emplea actualmente a más de 7 000 personas en centros de llamadas ubicados en la India, su fuerza laboral más grande fuera de Estados Unidos. De igual manera, Dell está subcontratando su labor de investigación y desarrollo de programas de computadora de bajo costo a programadores asiáticos.

Dell es también una de las compañías más eficientes en cuanto a administración del balance. Es decir, logra un mayor ingreso por menos inversión en activos de operación.

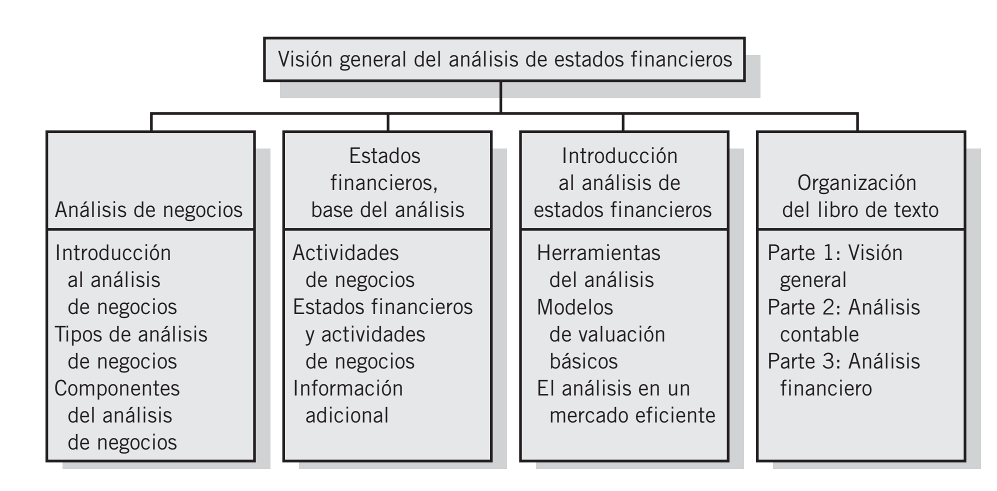
La inversión de Dell en activos de operación a largo plazo es sólo de 3.4% de sus ingresos. El capital de trabajo operativo neto en la actualidad es negativo, lo que significa que está utilizando el capital de sus proveedores en lugar del propio. La capacidad de Dell de administrar su balance le concede una ventaja competitiva que se traduce en casi 50% de rendimiento sobre el capital promedio (ROE, Return On Equity), que excede por mucho a 12% de ROE de la compañía promedio que cotiza en los mercados de valores.

Sin embargo, el crecimiento del mercado de computadoras personales está disminuyendo, y con él los márgenes de utilidad. En respuesta, Dell está presionando a los competidores. Por ejemplo, Dell sabe que la mayor parte de las utilidades de HP proviene de sus impresoras, las cuales utiliza la compañía para subsidiar su negocio de PC. Así que Dell, de ser socia de HP en el negocio de las impresoras se convirtió en su principal rival. "Sencillamente está tratando de cambiar el negocio de las impresoras y almacenamiento como hizo con las PC." (*Fortune*, 2004)

Fortune (2005) afirma que "A Dell le fascina la idea del *commodity súper necesario*. De hecho, quiere convertir su propio producto en un *commodity*. Eso quizás sería una locura para un fabricante de cualquier cosa más complicada que un cachivache. Pero Dell no es realmente un fabricante. Es esencialmente una tienda, una que ensambla sus productos en el último minuto. La verdadera fabricación de los productos se deja a los proveedores". Traducción: Los competidores deben responder. De no ser así, habrá más personas que compren una Dell… y no sólo sus PC.

PRESENTACIÓN DEL CAPÍTULO 1

El análisis de estados financieros es una parte integral e importante del campo más amplio del análisis de negocios. El **análisis de negocios** es el proceso de evaluar las perspectivas económicas y los riesgos de una compañía. Esto incluye analizar el ambiente de negocios de la empresa, sus estrategias, y su posición y desempeño financieros. El análisis de negocios es útil en una amplia variedad de decisiones relacionadas con los negocios; por ejemplo, ¿se debe invertir en valores de capital, o en valores de deuda?, ¿se debe ampliar el crédito por medio de préstamos a corto o a largo plazo?, ¿cómo valuar un negocio en una oferta pública



inicial (IPO, Initial Public Offering)? y ¿cómo evaluar las reestructuraciones, incluyendo fusiones, adquisiciones y desinversiones? El **análisis de estados financieros** es la aplicación de técnicas y herramientas analíticas en los estados financieros de propósito general y datos relacionados para obtener estimados e inferencias útiles en el análisis de negocios. El análisis de los estados financieros reduce la confianza en corazonadas, conjeturas e intuición en las decisiones de negocios. Disminuye la incertidumbre del análisis de negocios. No subestima la necesidad de un criterio experto sino que, en vez de eso, proporciona una base sistemática y eficaz para el análisis de negocios. Este capítulo describe el análisis de negocio y la función del análisis de estados financieros. El capítulo también es una introducción a los estados financieros y explica cómo éstos reflejan las actividades de negocios fundamentales. Asimismo, se introducen varias herramientas y técnicas del análisis de estados financieros y se aplican en un análisis preliminar de Dell. También se muestra cómo el análisis de negocios ayuda a comprender las perspectivas de Dell, así como la función del entorno de negocios y la estrategia para el análisis de estados financieros.

ANÁLISIS DE NEGOCIOS

Esta sección explica el análisis de negocios, describe sus aplicaciones prácticas, identifica los distintos análisis que constituyen el análisis de negocios, y muestra cómo concuerda todo con el análisis de estados financieros.

Introducción al análisis de negocios

El análisis de estados financieros es parte del análisis de negocios. El análisis de negocios es la evaluación de las perspectivas y riesgos de una compañía con el propósito de tomar decisiones de negocios. Estas decisiones de negocios se extienden a la valuación de capital y deuda, la evaluación del riesgo de crédito, las predicciones de utilidades, la prueba de auditorías, las negociaciones de compensación e incontables decisiones más. El análisis de negocios ayuda a tomar decisiones informadas, contribuyendo a estructurar la tarea de decisión mediante una evaluación del ambiente de negocios de una compañía, de sus estrategias y de su desempeño y posición financieros.

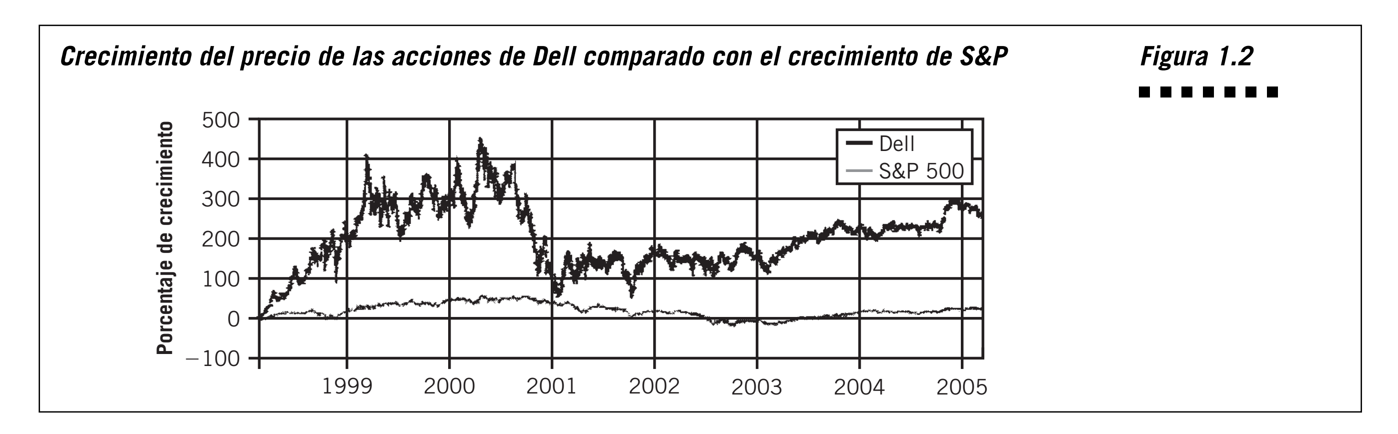
Un paso inicial en el análisis de negocios es evaluar el ambiente y las estrategias de negocios de una compañía. Para ilustrar el paso inicial, véase el caso de Dell. Gran parte de la información financiera acerca de Dell –incluidos sus estados financieros, las notas explicativas y las noticias seleccionadas acerca de su desempeño pasado, sus planes futuros y sus estrategias– se comunica en su *informe anual,* reproducido en el Apéndice A cerca del final del libro. Se comienza por estudiar las actividades de negocios de Dell y saber que es una compañía internacional líder en la fabricación y venta de tecnología de la información y productos y servicios relacionados con Internet. Dell ofrece una extensa variedad de sistemas para empresas (servidores, almacenamiento y productos para redes electrónicas), computadoras portátiles y de escritorio, sistemas de impresión e imágenes, así como software y dispositivos periféricos. Dell es el proveedor número uno de computadoras personales en todo el mundo. La figura 1.1 indica las divisiones de operación de Dell.

Figura 1.1 ***Divisiones de operación de Dell***

	AMÉRICA						
(Millones de dólares)	Negocios*	Consumidor estadounidense	Total	Europa	Asia, Pacífico y Japón	Corporativa	Total
Ingreso neto	$25 339	$7 601	$32 940	$10 787	$5 478	—	$49 205
Ingreso de la operación	2 579	399	2 978	818	458	—	4 254
Activos totales	—	—	3 724	1 817	1 075	$16 599	23 215

**Incluye las ventas a clientes corporativos, gubernamentales, del cuidado de la salud, de educación y a pequeños y medianos negocios.*

Crecimiento del precio de las acciones de Dell comparado con el crecimiento de S&P **Figura 1.2**



A pesar de un ambiente cada vez más competido, el desempeño de la operación de Dell ha sido prácticamente espectacular. Esto ha resultado en un incremento del precio de las acciones de más de 200% desde 1998 (véase la figura 1.2).

Un análisis adicional revela que el punto fuerte de Dell radica en su capacidad de fabricar productos a un costo más bajo que sus competidores, lo que le proporciona una ventaja en la determinación de precios y márgenes brutos más altos. Dell sigue empleando mano de obra de costo bajo, ubicando centros de llamadas en la India que emplean a más de 7 000 personas, su concentración de empleados más grande fuera de Estados Unidos. Además, Dell está avanzando hacia el negocio de impresoras, altamente rentable y antes dominado por Hewlett-Packard. Este segmento de negocios debe ayudar a compensar la disminución en los márgenes de las PC.

La estructura de costo bajo y la alta productividad de activos de Dell le han permitido convertirse en una feroz competidora y una compañía altamente rentable. De manera consistente obtiene utilidades de operación de más de 8% de las ventas, y rendimientos sobre el capital superiores al 45%. Además, la capacidad excepcional de administrar su balance de manera eficaz, aunada a su elevado nivel de rentabilidad, le ha permitido generar flujos de efectivo de operación de más de 10% de las ventas. Sin duda, el desempeño financiero de Dell ha sido extraordinario. Esto se refleja en el incremento continuo del precio de sus acciones, que ha subido a más del doble desde 1989.

En el análisis anterior se hizo referencia a varias medidas del desempeño financiero, como márgenes de utilidad de la operación, rendimiento sobre el capital y flujos de efectivo de operación como un porcentaje de las ventas. También se menciona la capacidad excepcional de Dell para administrar su balance. Esto sugiere una serie adicional de medidas de desempeño relacionadas con ese aspecto del negocio de Dell. Los estados financieros proporcionan una fuente confiable de información financiera necesaria para este tipo de análisis. Los estados indican cómo obtiene recursos una compañía (financiamiento), dónde y cómo se emplean esos recursos (inversión) y qué tan eficazmente se utilizan esos recursos (rentabilidad de la operación).

Muchos individuos y organizaciones utilizan los estados financieros para mejorar las decisiones de negocios. Los inversionistas y los acreedores los utilizan para evaluar las perspectivas de la compañía para decisiones de inversión y préstamos. Los consejos administrativos, como representantes del inversionista, los utilizan para supervisar las decisiones y acciones de los administradores. Los empleados y los sindicatos emplean los estados financieros en las negociaciones laborales. Los proveedores utilizan los estados financieros para determinar los términos del crédito. Los asesores de inversiones y los intermediarios de información utilizan los estados financieros para hacer recomendaciones de comprar o vender y en la calificación del crédito. Los banqueros de inversiones utilizan los estados financieros para determinar el valor de una compañía en una IPO (Initial Public Offerings: Ofertas Públicas Iniciales), fusión o adquisición.

Para explicar la forma en que la información de los estados financieros ayuda en el análisis de negocios, véanse los datos de la figura 1.3. Estos datos dejan ver que los ingresos de Dell se han incrementado en más de 50% durante los últimos cinco años, mientras que las utilidades se han

Figura 1.3 **Resumen de datos financieros de Dell**

(En millones, con excepción de los datos por acción)	2005	2004	2003	2002	2001
Ingresos	$49 205	$41 444	$35 404	$31 168	$31 888
Ingreso neto	3 043	2 645	2 122	1 246	2 177
Activos totales	23 215	19 311	15 470	13 535	13 670
Capital de los accionistas	6 485	6 280	4 873	4 694	5 622
Flujo de efectivo resultante de las operaciones	5 310	3 670	3 538	3 797	4 195
Utilidades básicas por acción	1.21	1.03	0.82	0.48	0.84
Valor en libros por acción	2.61	2.46	1.89	1.80	2.16
Precio de las acciones al cierre	33.44	23.86	26.8	25.19	37.25

incrementado en casi 40%. Esto es un logro notable dado el nivel de competencia en la industria de computadoras. (La disminución de las utilidades de la compañía en 2002 fue resultado de un cargo de 742 millones de dólares en que incurrió Dell con el fin de reestructurar sus operaciones.) La rentabilidad de Dell en 2005 representa 47.7% de rendimiento sobre el capital promedio, una de las más elevadas de las compañías que cotizan en los mercados de valores. Dell no sólo es una compañía rentable, sino que también genera una cantidad considerable de efectivo. Los flujos netos de efectivo provenientes de las actividades operativas han incrementado 27% en los últimos cinco años. Los flujos netos de efectivo de 5 300 millones de dólares representan más de 10% de cada dólar de ingreso. Por último, el elevado nivel de rentabilidad y de rendimiento sobre el capital de la compañía, aunado a su capacidad de generar una cantidad grande de flujo de efectivo, ha resultado en un incremento de 33% en el precio de sus acciones desde la depresión que experimentó en el mercado bajista en 2002.

La información de los estados financieros que aparece en la figura 1.3 aumenta la capacidad de evaluar las perspectivas y los riesgos de Dell. De hecho, muchos inversionistas utilizan la razón del precio de las acciones de una compañía ya sea a las utilidades, o al valor en libros como una herramienta de monitoreo preliminar para el análisis de inversión. Sin embargo, ¿es suficiente esta breve información financiera para usarse como base para decidir si se debe invertir o no en las acciones de Dell, o para tomar otras decisiones de negocios? La respuesta es no. Para tomar decisiones de negocios bien fundadas, es importante evaluar las actividades de negocios de Dell en una forma más sistemática y completa. Por ejemplo, los inversionistas en capital buscan respuestas a los siguientes tipos de preguntas antes de decidir si deben comprar, conservar o vender acciones de Dell:

- ¿Cuáles son las perspectivas futuras de negocios de Dell? ¿Se espera un crecimiento en los mercados de Dell? ¿Cuáles son los puntos competitivos fuertes y los débiles de Dell? ¿Qué iniciativas estratégicas ha tomado Dell, o planea tomar, en respuesta a las oportunidades y amenazas de negocios?
- ¿Cuál es el potencial de utilidades de Dell? ¿Cuál es el desempeño reciente de las utilidades? ¿Qué tanto es posible sostener las utilidades actuales? ¿Cuáles son los "impulsores" de la rentabilidad de Dell? ¿Qué estimados es posible hacer acerca del crecimiento de las utilidades?
- ¿Cuál es la condición financiera actual de Dell? ¿Qué riesgos y recompensas representa la estructura de financiamiento de Dell? ¿Las utilidades de Dell son vulnerables a la variabilidad? ¿Posee Dell la fortaleza financiera suficiente para superar un periodo de rentabilidad baja?
- ¿En qué forma se compara Dell con sus competidores, en escala doméstica y mundial?
- ¿Cuál es un precio razonable para las acciones de Dell?

LA ESTRELLA CAÍDA

Los reguladores le impusieron una multa a Merril Lynch y expulsaron de por vida a uno de sus analistas estrella de la industria de valores por criticar en privado las acciones de una compañía de telecomunicaciones, mientras que en público las impulsaba.

Los acreedores y los prestadores también buscan respuesta a preguntas importantes antes de celebrar contratos de préstamo con Dell. Algunas de las preguntas son las siguientes:

- ¿Cuáles son los planes y las perspectivas de negocios de Dell? ¿Cuáles son las futuras necesidades de financiamiento de Dell?
- ¿Cuáles son las probables fuentes de pago de interés y principal de Dell? ¿Qué tan protegidas están las utilidades y los flujos de efectivo de Dell para pagar interés y capital?
- ¿Cuál es la probabilidad de que Dell no pueda cumplir con sus obligaciones financieras? ¿Qué tan volátiles son las utilidades y los flujos de efectivo de Dell? ¿Cuenta Dell con el respaldo financiero suficiente para pagar sus compromisos en un periodo de baja rentabilidad?

Las respuestas a éstas y otras preguntas acerca de las perspectivas y los riesgos de una compañía, requieren un análisis tanto de la información cualitativa acerca de los planes de negocios de una compañía como de la información cuantitativa acerca de la posición y el desempeño financieros de la empresa. El análisis y la interpretación apropiados de la información son cruciales para un buen análisis de negocio. Ésta es la función del análisis de estados financieros. A lo largo de éste, un analista comprenderá e interpretará mejor la información tanto cualitativa como cuantitativa, de manera que podrá hacer inferencias confiables acerca de las perspectivas y los riesgos de la compañía.

Tipos de análisis de negocios

El análisis de estados financieros es una parte fundamental del análisis de negocios. La meta del análisis de negocios es mejorar las decisiones relacionadas con los negocios, mediante la evaluación de la información disponible acerca de la situación financiera, los planes y las estrategias, así como el ambiente de negocios de una compañía. El análisis de negocios se aplica de varias maneras y es una parte vital de las decisiones de analistas de valores, asesores de inversiones, administradores de fondos, banqueros inversionistas, calificadores de crédito, banqueros corporativos e inversionistas individuales. Esta sección considera los principales tipos de análisis de negocios.

Análisis del crédito

Los **acreedores** le prestan fondos a una compañía a cambio de una promesa de repago con interés. Este tipo de financiamiento es temporal porque los acreedores esperan el repago de sus fondos con interés. Los acreedores prestan fondos en muchas formas y para una variedad de propósitos. Los **acreedores comerciales** (o de operación) entregan bienes o servicios a una compañía y esperan el pago dentro de un periodo razonable, a menudo determinado por las normas de la industria. La mayor parte del crédito comercial es a corto plazo, de 30 a 60 días, y a menudo se otorgan descuentos en efectivo por un pronto pago. Los acreedores comerciales no reciben comúnmente un interés (explícito) por una extensión del crédito. En vez de eso, los acreedores comerciales obtienen un rendimiento derivado de los márgenes de utilidad del negocio que se realizó. Los **acreedores no comerciales** (o tenedores de deuda) proporcionan financiamiento a una compañía a cambio de una promesa, usualmente por escrito, de un repago con interés (implícito o explícito) en fechas futuras específicas. Este tipo de financiamiento puede ser a corto o a largo plazo y ocurre en una variedad de transacciones.

En el financiamiento de crédito puro, un elemento importante es la naturaleza fija de los beneficios para los acreedores. Es decir, si la compañía prospera, los beneficios de los acreedores se limitan a la tasa de interés del contrato de deuda, o a los márgenes de utilidad de los bienes y servicios proporcionados. Sin embargo, los acreedores corren el *riesgo de incumplimiento*. Esto quiere decir que el interés y el principal de un acreedor están en juego cuando un prestatario se enfrenta con dificultades financieras. Esta relación asimétrica del riesgo y el rendimiento de un acreedor tiene un impacto importante en la perspectiva del acreedor, incluyendo la forma y los objetivos del análisis de crédito.

INFORMACIÓN DE LAS CALIFICACIONES
Las calificaciones de deuda de una compañía pueden hallarse en **standardandpoors.com**, **moodys.com** y **fitchratings.com**.

FINANCIAMIENTO DE BONOS
El valor del mercado de bonos de Estados Unidos es superior a 21 trillones de dólares.

El análisis del crédito es la evaluación de la capacidad crediticia de una compañía. La capacidad crediticia es la capacidad de una compañía para cumplir sus obligaciones de crédito. Dicho de otra forma, es la capacidad de una compañía para pagar sus cuentas. Conforme a eso, el análisis de crédito se enfoca principalmente en el riesgo, no en la rentabilidad. La variabilidad en las utilidades, especialmente la vulnerabilidad de las utilidades durante las depresiones en los negocios, es más importante que el(los) nivel(es) de utilidad. Los niveles de utilidad son importantes sólo hasta el grado en que reflejen el margen de seguridad de una compañía para cumplir con sus obligaciones.

El análisis del crédito se concentra en el riesgo de la empresa durante las depresiones, no en su potencial en la estabilidad. Esto incluye el análisis tanto de la liquidez como de la solvencia. La **liquidez** es la capacidad de una compañía de reunir efectivo a corto plazo para cumplir con sus obligaciones. La liquidez depende de los flujos de efectivo de la compañía y de la constitución de sus activos circulantes y sus pasivos circulantes. La **solvencia** es la viabilidad y la capacidad a largo plazo de una compañía de pagar sus obligaciones de largo plazo. Depende tanto de la rentabilidad a largo plazo de la compañía como de su estructura financiera (estructura de capital).

Las herramientas del análisis de crédito y sus criterios de evaluación varían con el término (vencimiento), el tipo y el propósito del contrato de deuda. En el caso del crédito a corto plazo, los acreedores están interesados en las condiciones financieras actuales, los flujos de efectivo y la liquidez de los activos circulantes. En el caso del crédito a largo plazo, incluida la valuación de bonos, los acreedores requieren un análisis a futuro más detallado. El análisis del crédito a largo plazo incluye proyecciones de los flujos de efectivo y una evaluación de la rentabilidad ampliada (también conocida como *capacidad sustentable de producir utilidades*). La rentabilidad ampliada es una fuente primordial de seguridad sobre la capacidad de una compañía de cumplir con los pagos a largo plazo de interés y principal.

Análisis del capital

Los **inversionistas de capital** le proporcionan fondos a una compañía a cambio de los riesgos y las recompensas de la propiedad. Los inversionistas de capital son proveedores importantes del financiamiento de una compañía. El financiamiento de capital, también llamado *capital social* o *capital accionario,* ofrece una protección o salvaguarda para todas las otras formas de financiamiento de mayor antigüedad. Esto quiere decir que los inversionistas de capital tienen derecho al reparto de los activos de una compañía sólo después de cumplir las obligaciones contraídas con todos los acreedores previos, incluyendo el interés y los dividendos preferentes. Como resultado, se dice que los inversionistas de capital tienen un *interés residual*. Esto implica que los inversionistas de capital son los primeros en absorber las pérdidas cuando se liquida una compañía, aunque sus pérdidas se limitan comúnmente a la cantidad invertida. No obstante, cuando una compañía prospera, los inversionistas de capital comparten las ganancias con potencial ilimitado. De manera que, a diferencia del análisis de crédito, el análisis de capital es simétrico en el sentido de que debe evaluar tanto los riesgos como el potencial. Debido a que los inversionistas de capital resultan afectados por todos los aspectos de la condición financiera y el desempeño de una compañía, sus necesidades en cuanto a este análisis se encuentran entre las más exigentes y completas de todos los usuarios.

LOS INVERSIONISTAS MÁS GRANDES
Los "cinco inversionistas más grandes" del siglo xx, según señala una encuesta son:

1. Warren Buffett, Berkshire Hathaway
2. Peter Lynch, Fidelity Funds
3. John Templeton, Templeton Group
4. Benjamin Graham y David Dodd, profesores
5. George Soros, Soros Fund

Los individuos que aplican estrategias de inversión activas utilizan principalmente el análisis técnico, el análisis fundamental, o una combinación de ambos. El **análisis técnico**, o trazado, busca patrones en el precio o en la historia del volumen de las acciones para predecir los futuros movimientos de precio. El **análisis fundamental**, aceptado ampliamente y aplicado más a menudo, es el proceso de determinar el valor de una compañía mediante el análisis e interpretación de los factores clave para la economía, la industria y la compañía. Una parte crucial del análisis fundamental es la evaluación de la posición financiera y desempeño de una compañía.

Una meta primordial del análisis fundamental es determinar el valor intrínseco, también llamado *valor fundamental*. El **valor intrínseco** es el valor de una compañía (o de sus acciones) determinado por medio del análisis fundamental sin hacer referencia a su valor de mercado (o precio de las acciones). Aun cuando el valor de mercado de una compañía puede ser igual o aproximado su valor intrínseco, esto no es necesario. La estrategia de un inversionista con análisis fundamentales es directa: comprar cuando el valor intrínseco de las acciones excede al valor de

mercado de éstas, vender cuando el valor de mercado de las acciones excede al valor intrínseco, y conservarlas cuando su valor intrínseco se aproxima al valor de mercado.

Para determinar el valor intrínseco, un analista debe pronosticar las utilidades o los flujos de efectivo de una compañía y determinar el riesgo de ésta. Esto se logra mediante un análisis más completo y a fondo de las perspectivas de negocios de una compañía y de sus estados financieros. Una vez que se estiman la rentabilidad y el riesgo futuros de una compañía, el analista utiliza un modelo de valuación para convertir esos estimados en una medida del valor intrínseco. El valor intrínseco se usa en muchos contextos: inversión de capital y selección de acciones, ofertas públicas iniciales, colocaciones privadas de capital, fusiones y adquisiciones, así como la compra y venta de compañías sin valores cotizados.

Otros usos del análisis de negocios

El análisis de negocios y el análisis de estados financieros son importantes en varios contextos distintos.

- **Administradores.** El análisis de estados financieros proporciona a los administradores indicios para hacer cambios estratégicos en actividades de operación, inversión y financiamiento. Los administradores también analizan los estados de negocios y financieros de las compañías competidoras para evaluar la rentabilidad y el riesgo de las mismas. Este análisis permite las *comparaciones entre empresas*, tanto para evaluar los puntos fuertes y débiles relativos como para establecer un marco de referencia de mejoras prácticas (benchmark) en cuanto al desempeño.
- **Fusiones, adquisiciones y desinversiones.** El análisis de negocios se lleva a cabo siempre que una compañía reestructura sus operaciones por medio de fusiones, adquisiciones, desinversiones y escisiones. Los banqueros de inversiones necesitan identificar los objetivos potenciales y determinar sus valores, mientras que los analistas de valores necesitan determinar si se crea valor adicional mediante la fusión y en qué medida, tanto para la compañía que compra como para la que es adquirida.
- **Administración financiera.** Los administradores deben evaluar el impacto de las decisiones de financiamiento y de la política de dividendos en el valor de la compañía. El análisis de negocios ayuda a evaluar el efecto de las decisiones de financiamiento sobre la rentabilidad futura y (sobre) el riesgo.
- **Directores.** Como representantes elegidos de los accionistas, los directores son responsables de proteger los intereses de los accionistas supervisando cuidadosamente las actividades de la compañía. Tanto el análisis de negocios como el análisis de estados financieros ayudan a los directores a cumplir con sus responsabilidades de supervisión.
- **Reguladores.** El Internal Revenue Service de Estados Unidos aplica las herramientas del análisis de estados financieros para auditar las declaraciones de impuestos y verificar la coherencia de las cantidades declaradas.
- **Sindicatos laborales.** Las técnicas del análisis de estados financieros son útiles para los sindicatos laborales en las negociaciones colectivas de convenios.
- **Clientes.** Las técnicas del análisis se utilizan para determinar la rentabilidad (o capacidad de seguir operando) de los proveedores, así como la estimación de sus utilidades derivadas de operaciones mutuas.

EL AUGE DE LAS FUSIONES
Durante la época del punto.com se llevaron a cabo fusiones con un valor de casi 4 trillones de dólares, cifra mayor que la que ocurrió en los 30 años anteriores.

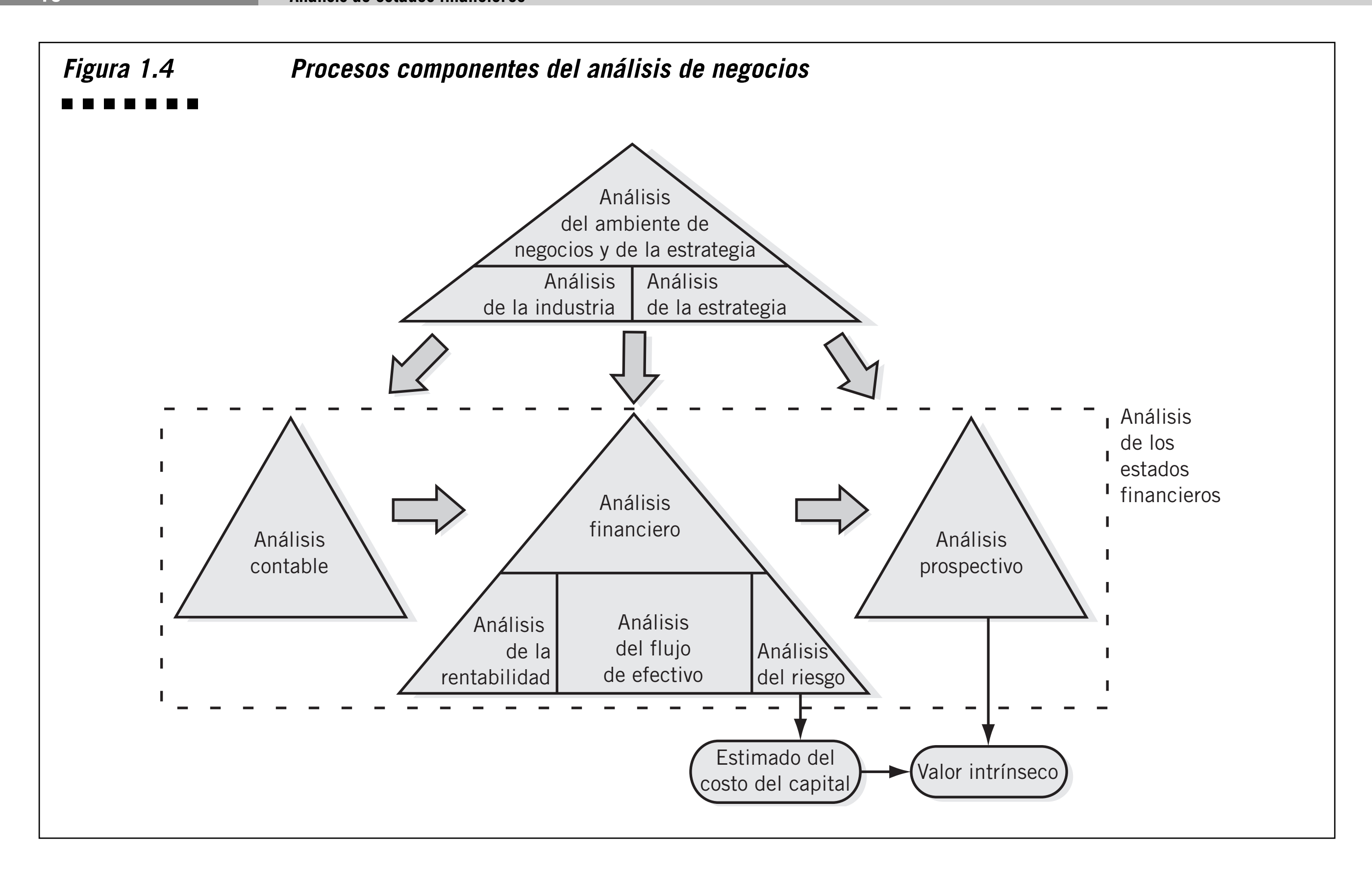
NUEVO ORDEN
Los expertos afirman que los *tratos definitorios* de la década siguiente serán la alianza, la sociedad de participación (joint venture) y la asociación. Esos tratos serán más comunes en las industrias que cambian rápidamente.

COLECTORES DE UTILIDADES
Los niveles de rentabilidad de Microsoft impulsaron las recientes acciones antimonopolio en contra de la compañía.

Componentes del análisis de negocios

El análisis de negocios abarca varios procesos interrelacionados. La figura 1.4 describe estos procesos en el contexto del estimado del valor de la compañía –una de las muchas aplicaciones importantes del análisis de estados financieros. El valor de la compañía, o valor intrínseco, se estima utilizando un modelo de valuación. Las entradas al modelo de valuación incluyen estimados de

Figura 1.4 **Procesos componentes del análisis de negocios**



pagos totales futuros (flujos de efectivo o utilidades esperados) y el costo del capital. El proceso de predecir los pagos totales futuros se conoce como *análisis prospectivo*. Para pronosticar los pagos totales futuros con precisión, es importante evaluar tanto las perspectivas de negocios de la compañía como sus estados financieros. La evaluación de las perspectivas de negocios es una meta elemental del *análisis de la estrategia y del ambiente de negocios*. El estatus financiero de una compañía es evaluado mediante el *análisis financiero* de sus estados financieros. A su vez, la calidad del análisis financiero depende de la confiabilidad y el contenido económico de los estados financieros. Esto requiere un *análisis contable* de los estados financieros. El análisis de estados financieros involucra todos estos procesos-análisis contable, financiero y prospectivo. Esta sección examina cada uno de estos procesos componentes en el contexto del análisis de negocios.

PROCESOS DE COMPARACIÓN (BENCHMARKING)
La Red ofrece información sobre procesos comparativos que facilita el análisis del ambiente de negocios y de la estrategia:

www.apqc.org
www.benchnet.com
www.bmpcoe.org

Análisis del ambiente de negocios y de la estrategia

El análisis de las perspectivas futuras de una compañía es una de las metas más importantes del análisis de negocios. Es a su vez una tarea subjetiva y compleja. Para llevarla a cabo de forma eficaz, se debe adoptar una perspectiva interdisciplinaria. Esto incluye prestar atención al análisis de la estrategia y del ambiente de negocios. El análisis del ambiente de negocios busca identificar y evaluar las circunstancias económicas e industriales de una compañía. Lo anterior incluye el análisis de los mercados de productos, mano de obra y capital dentro del escenario económico y regulador de la compañía. El análisis de la estrategia de negocios pretende identificar y evaluar los puntos competitivos fuertes y débiles de una compañía, así como sus oportunidades y amenazas.

El análisis de la estrategia y del ambiente de negocios se compone de dos partes: el análisis de la industria y el análisis de la estrategia. El **análisis de la industria** es el primer paso usual, ya que la estructura y las perspectivas de la industria de la compañía impulsan en gran parte la rentabilidad de ésta. El análisis de la industria a menudo se hace utilizando el sistema propuesto por

Porter (1980, 1985), o análisis de la cadena de valor. Bajo este marco de referencia, una industria se considera como un conjunto de competidores que maniobran para tener capacidad de negociación con consumidores y proveedores, compiten activamente entre ellos y enfrentan amenazas de nuevos competidores y productos substitutos. El análisis de la industria debe evaluar las perspectivas de la industria y el grado de competencia real y potencial que enfrenta una compañía. El **análisis de la estrategia** es la evaluación tanto de las decisiones de negocios de una compañía como de su éxito en establecer una ventaja competitiva. Esto incluye evaluar las respuestas estratégicas esperadas de una compañía a su ambiente de negocios y el impacto de esas respuestas en su éxito y crecimiento futuros. El análisis de la estrategia requiere el escrutinio de la estrategia competitiva de la compañía para la mezcla de productos y su estructura de costo.

El análisis de la estrategia y el ambiente de negocios requiere conocimiento tanto de las fuerzas económicas como de la industria. También requiere conocimientos de administración estratégica, política de negocios, producción, administración de la logística, mercadotecnia y economía administrativa. Debido a su amplia y multidisciplinaria naturaleza, está fuera del ámbito de este libro abordar todas esas áreas en el contexto del análisis de la estrategia y el ambiente de negocios, así como la manera en que se relacionan con los estados financieros. Aun así, este análisis es necesario para tomar decisiones de negocios significativas y está implícito, si no es que explícito, en todos los análisis de este libro.

ÉTICA EN LA SALA DE JUNTAS
Las reglas de la NYSE exigen que para integrar los comités del consejo se nombre a directores independientes sin "relación material alguna" con la compañía.

Análisis contable

El **análisis contable** es el proceso de evaluar en qué grado la contabilidad de una compañía refleja su realidad económica. Esto se hace estudiando las transacciones y acontecimientos de una compañía, reconociendo los efectos de sus políticas contables sobre los estados financieros y ajustando los estados financieros para que reflejen mejor los aspectos económicos elementales y sean más fidedignos. Los estados financieros son la fuente de información principal para el análisis financiero. Esto significa que la calidad del análisis financiero depende de la confiabilidad de los estados financieros, la cual a su vez depende de la calidad del análisis contable. El análisis contable es particularmente importante para el análisis comparativo.

CONTROL EN LA SALA DE JUNTAS
La ley Sarbanes-Oxley ordena que las compañías mantengan un sistema eficiente de controles internos.

Es necesario recordar que la contabilidad es un proceso que implica un criterio guiado por principios fundamentales. Aun cuando los principios contables están regidos por estándares, la complejidad de las transacciones de negocios y los acontecimientos hace que resulte imposible adoptar una serie uniforme de reglas contables para todas las compañías y todos los periodos. Además, la mayoría de los estándares contables evolucionan como parte de un proceso político para satisfacer las necesidades de diversos individuos y sus intereses, a veces en conflicto. Estos individuos incluyen *usuarios*, tales como inversionistas, acreedores y analistas; *preparadores,* como corporaciones, asociaciones y derechos de propiedad; *reguladores*, como la Securities and Exchange Commission y el Financial Accounting Standards Board; y aun otros, como auditores, abogados y educadores. En consecuencia, los estándares contables en ocasiones no satisfacen las necesidades de individuos específicos. Otro factor que impide potencialmente la confiabilidad en los estados financieros es el error de los estimados contables, que puede dar origen a información incompleta o imprecisa.

EL CRUJIDO DE LOS NÚMEROS
En una encuesta, casi 20% de los directores de finanzas reconocieron que los directores ejecutivos los presionaban para que adulteraran los números.

Estas limitaciones contables afectan la utilidad de los estados financieros y pueden causar al menos dos problemas en el análisis. Primeramente, la falta de uniformidad en la contabilidad resulta en problemas de comparabilidad. Los **problemas de comparabilidad** surgen cuando diferentes compañías adoptan distintas contabilidades para operaciones o eventos similares. Los problemas de comparabilidad también surgen cuando una compañía cambia su contabilidad a través del tiempo, originando dificultades en la comparabilidad temporal.

En segundo lugar, la discreción y la imprecisión en la contabilidad distorsionan la información de los estados financieros. Las **distorsiones contables** son desviaciones de la información contable de los factores económicos elementales. Estas distorsiones ocurren en al menos tres formas. 1) Los estimados administrativos están sujetos a errores u omisiones honestos. Este *error de estimación* es una causa significativa de las distorsiones contables. 2) Los administradores podrían utilizar su discreción en la contabilidad para manipular o mejorar de manera ficticia ("ma-

quillar”) los estados financieros. Esta *administración de las utilidades* causa distorsiones contables. 3) Los estándares contables originan distorsiones contables debido a una captación deficiente de la realidad económica. Estos tres tipos de distorsiones contables crean un riesgo contable en el análisis de estados financieros. El **riesgo contable** es la incertidumbre en el análisis de estados financieros debida a distorsiones contables. Una meta primordial del análisis contable es evaluar y reducir el riesgo contable y mejorar el contenido económico de los estados financieros, incluida su comparabilidad. El alcanzar esta meta por lo común requiere una nueva declaración y la reclasificación de los estados financieros para mejorar el contenido económico y la comparabilidad. El tipo y el grado de los ajustes dependen del análisis. Por ejemplo, los ajustes para el análisis del capital pueden diferir de los del análisis del crédito.

El análisis contable incluye la evaluación de la *calidad de las utilidades* de una compañía, o más ampliamente, de su calidad contable. La evaluación de la calidad de las ganancias requiere el análisis de factores como el negocio de una compañía, sus políticas contables, la cantidad y la calidad de la información divulgada, el desempeño y la reputación de la administración, así como las oportunidades e incentivos para la administración de las utilidades. El análisis contable también incluye la evaluación de la persistencia de las utilidades, en ocasiones llamado *capacidad sustentable de producir utilidades*. En los capítulos 2 y 11 se explica el análisis de la calidad y la persistencia de las utilidades.

El análisis contable a menudo es el proceso menos entendido, apreciado y eficientemente aplicado en el análisis de negocios. La razón podría ser en parte que el análisis contable requiere conocimientos de contabilidad. Los analistas que carecen de este conocimiento tienden a ocultar el análisis contable bajo la alfombra y a aceptar los estados financieros tal como se presentan. Esta práctica es peligrosa, debido a que el análisis contable es decisivo para cualquier análisis de negocios o financiero efectivo. Los capítulos 3 al 6 de este libro se dedican al análisis contable.

TERGIVERSACIÓN DEL ANÁLISIS

La presentación de una queja ante la SEC es fácil de hacer por Internet en **www.sec.gov**. Envíe por correo electrónico a la SEC los detalles de la supuesta tergiversación. Incluya el sitio web, el grupo de noticias y las direcciones de correo electrónico; los nombres de las compañías o personas mencionadas; y cualquier información que facilite a la SEC hacer un seguimiento de los involucrados. El nombre de usted, su domicilio y su número de teléfono son opcionales.

Análisis financiero

El **análisis financiero** es la utilización de los estados financieros para analizar la posición y el desempeño financieros de una compañía, así como para evaluar el desempeño financiero futuro. Varias preguntas facilitan enfocar el análisis financiero. Una serie de preguntas está orientada al futuro. Por ejemplo, ¿cuenta una compañía con los recursos para ser exitosa y crecer? ¿Cuenta con recursos para invertir en nuevos proyectos? ¿Cuáles son sus fuentes de rentabilidad? ¿Cuál es su capacidad futura de producir utilidades? Una segunda serie incluye preguntas que evalúan el récord del desempeño de una compañía y su capacidad para alcanzar el desempeño financiero esperado. Por ejemplo, ¿qué tan firme es la posición financiera de la compañía? ¿Qué tan rentable es la compañía? ¿Cumplieron las utilidades con los pronósticos del analista? Esto incluye un análisis de las razones por las que una compañía no estuvo a la altura de las expectativas (o las superó).

El análisis financiero se compone de tres áreas amplias: análisis de la rentabilidad, análisis de riesgos y análisis de las fuentes y la utilización de fondos. El **análisis de la rentabilidad** es la evaluación del rendimiento sobre la inversión de una compañía. Se enfoca en las fuentes y los niveles de rentabilidad, e implica la identificación y la medición del impacto de varios generadores de rentabilidad. También incluye la evaluación de las dos fuentes principales de rentabilidad: márgenes (la porción de las ventas no compensada por los costos) y rotación (utilización del capital). El análisis de la rentabilidad también se centra en las razones de cambio en la rentabilidad y en la sustentabilidad de las utilidades. El tema se discute a detalle en el capítulo 8. El **análisis del riesgo** es la evaluación de la capacidad de una compañía para cumplir con sus compromisos. El análisis del riesgo implica la evaluación de la solvencia y la liquidez de una compañía, junto con la variabilidad en sus utilidades. Debido a que el riesgo es de sumo interés para los acreedores, el análisis del riesgo a menudo se considera en el contexto del análisis del crédito. Aun así, el análisis del riesgo es importante para el análisis del capital, tanto para evaluar la confiabilidad y sustentabilidad del desempeño de una compañía como para estimar el costo de su capital. En el capítulo 10 se explica el análisis del riesgo junto con el análisis del crédito. El análisis de los flujos de efectivo es la evaluación de cómo una compañía obtiene y utiliza sus fondos. Este análisis permite vislumbrar las futuras implicaciones del financiamiento de una compañía. Por ejemplo,

CONFLICTOS DEL ANALISTA

Los reguladores le impusieron a Merrill Lynch una sanción de 100 millones de dólares después de que se dieron a conocer correos electrónicos internos en los que los analistas desacreditaban en privado, calificándolas de “chatarra” y “basura”, acciones que elogiaban en público.

es probable que una compañía que fondea nuevos proyectos con efectivo generado internamente (utilidades) logre un mejor desempeño futuro que una compañía que solicita préstamos colosales para financiar sus proyectos, o, peor aún, pide prestado para saldar sus pérdidas actuales. En el capítulo 7 se explica el análisis de los flujos de efectivo.

Análisis prospectivo

El análisis prospectivo es el pronóstico de los futuros resultados —comúnmente utilidades, flujos de efectivo, o ambos. Este análisis hace uso del análisis contable, el análisis financiero, y el análisis de la estrategia y el ambiente de negocios. El resultado del análisis prospectivo es una serie de resultados futuros esperados que se utilizan para estimar el valor de la compañía.

Aun cuando las herramientas cuantitativas ayudan a mejorar la exactitud del pronóstico, el análisis prospectivo sigue siendo un proceso relativamente subjetivo. Ésa es la razón por la que en ocasiones se hace referencia al análisis prospectivo como un arte, no como una ciencia. Sin embargo, hay muchas herramientas a las que se puede recurrir para perfeccionar este análisis. En el capítulo 9 se explica con detalle el análisis prospectivo.

Valuación

La **valuación** es el principal objetivo de muchos tipos de análisis de negocios. La valuación se refiere al proceso de convertir los pronósticos de los resultados futuros en un estimado del valor de la compañía. Para determinar el valor de una compañía, un analista debe seleccionar un modelo de valuación y también debe estimar el costo del capital de la compañía. Aunque la mayoría de los modelos de valuación requieren pronósticos de los resultados futuros, existen métodos apropiados que utilizan la información financiera actual. Más adelante en este capítulo y de nuevo en el capítulo 11 se estudia la valuación de forma preliminar.

Análisis de estados financieros y análisis de negocios

La figura 1.4 y su explicación hacen hincapié en que el análisis de estados financieros es un conjunto de procesos analíticos que forman parte del análisis de negocios. Estos procesos separados tienen algo en común: utilizan la información de los estados financieros, en diversos grados, para propósitos del análisis. Aun cuando los estados financieros sí contienen información sobre los planes de negocios de una compañía, el análisis del ambiente de negocios y la estrategia de una compañía en ocasiones se considera fuera del análisis de estados financieros convencional. Además, el análisis prospectivo rebasa la frontera del análisis de estados financieros común. Sin embargo, la mayoría conviene en que una parte importante del análisis de estados financieros es analizar el ambiente de negocios y la estrategia de la compañía. La mayoría también conviene en que la valuación, que requiere pronósticos, forma parte del análisis de estados financieros. Por consiguiente, el análisis de estados financieros debe ser, y es considerado, una parte fundamental del análisis de negocios y de todos los análisis que lo componen. Al mismo tiempo, es importante comprender el alcance del análisis de estados financieros. De manera específica, este libro se concentra en el análisis de estados financieros y no en los aspectos del análisis de negocios, excepto los que se relacionan con el análisis de estados financieros.

LOS EJECUTIVOS QUE NO SABEN NADA
La defensa que consiste en alegar que los ejecutivos no saben nada, como en el caso de Bernie Ebbers de MCI, se vino abajo con las nuevas medidas legales. Los investigadores demostraron que los directores ejecutivos estaban enterados de que la imagen interna era considerablemente diferente de la imagen externa presentada a los accionistas.

ESTADOS FINANCIEROS: BASE DEL ANÁLISIS

Actividades de negocios

Una compañía se dedica a varias actividades con el deseo de ofrecer un producto o servicio comerciable y de obtener un rendimiento satisfactorio sobre la inversión. Los estados financieros

y declaraciones relacionadas a éstos informan acerca de las cuatro actividades principales de la compañía: planeación, financiamiento, inversión y operación. Es importante comprender cada una de estas importantes actividades de negocios antes de que sea posible analizar eficazmente los estados financieros de una compañía.

Actividades de planeación

Una compañía existe para perseguir metas y objetivos específicos. Por ejemplo, Dell aspira a seguir siendo una organización poderosa en el área de computación personal y de negocios. Las metas y los objetivos de una compañía se incorporan a un **plan de negocios** que describe el propósito, la estrategia y las tácticas de la compañía para realizar sus actividades. Un plan de negocios ayuda a los administradores a enfocar sus esfuerzos y a identificar las oportunidades y los obstáculos esperados. La comprensión del plan de negocios ayuda considerablemente al análisis de las expectativas actuales y futuras de una compañía y es parte del análisis del ambiente de negocios y la estrategia. Se busca información sobre los objetivos y las tácticas de la compañía, las demandas del mercado, el análisis competitivo, las estrategias de ventas (determinación de precios, promoción, distribución), el desempeño administrativo y las proyecciones financieras. La información de este tipo, en formas variantes, se refleja a menudo en los estados financieros. También está disponible a través de medios menos formales como comunicados de prensa, publicaciones de la industria, boletines de analistas y la prensa financiera.

Dos fuentes de información importantes sobre el plan de negocios de una compañía son la Carta a los Accionistas (Letter to Shareholders/Chairperson's Letter) y el Examen y Análisis de la Administración (Management's Discussion and Analysis, MD&A). Dell, en la sección de Estrategia de Negocios de su presentación 10-K ante la SEC (su informe anual), examina varias oportunidades y planes de negocios que se reproducen a continuación:

EXTRACTO DEL ANÁLISIS

Estrategia de negocios. La estrategia de negocios de Dell combina su modelo de clientes directos con una organización administrativa altamente eficiente de la cadena de manufactura y suministro, así como el énfasis en tecnologías basadas en estándares. Esta estrategia le permite a Dell proporcionar a los clientes un valor superior; alta calidad, tecnología relevante; sistemas personalizados; servicio y soporte superiores; y productos y servicios fáciles de comprar y utilizar. Los principios clave de la estrategia de negocios de Dell son:

- Una relación directa es la ruta más eficiente para llegar al cliente.
- El cliente puede comprar productos fabricados a la orden y servicios acorde a sus necesidades.
- Dell es la compañía líder en cuanto a costos bajos.
- Dell representa un solo punto de responsabilidad legal para sus clientes.
- Las tecnologías basadas en estándares no patentadas proporcionan el mejor valor a los clientes.

Información adicional sobre el tema aparece en el Informe anual de Dell en la sección Examen y Análisis de la Administración. Estas dos fuentes son excelentes puntos de partida para crear el plan de negocios de una compañía y para efectuar un análisis del ambiente y la estrategia de negocios.

Es importante subrayar que la planeación de negocios no está labrada en piedra y hay incertidumbre en torno a ella. ¿Puede estar segura Dell acerca de las futuras necesidades computacionales de los clientes y los negocios? ¿Tiene Dell la seguridad de que no se incrementarán los costos de sus materias primas? ¿Puede Dell estar segura de cómo reaccionarán sus competidores? Éstas y otras preguntas le añaden un riesgo al análisis. Aun cuando todas las acciones implican un riesgo, algunas

implican más riesgos que otras. El análisis de estados financieros ayuda a estimar el grado de riesgo, o de incertidumbre, y aporta decisiones mejor fundamentadas. Aunque la información obtenida de los estados financieros no proporciona respuestas irrefutables, sí ayuda a medir la solidez de las oportunidades y estrategias de negocios de una compañía, así como a comprender mejor sus actividades de financiamiento, inversión y operación.

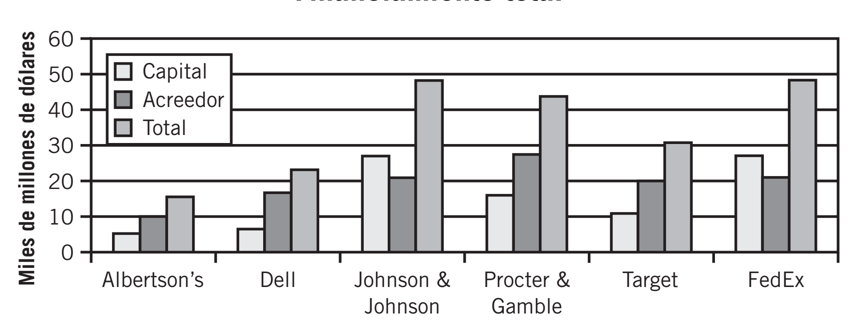
ADQUIRENTES EN SERIE
Entre los directores ejecutivos que llevaron a sus compañías a convertirse en imperios mediante una ofensiva de negociaciones destacan Jack Welch de GE, quien cerró 534 tratos, y H. Wayne Huizenga de AutoNation, con 114 tratos.

Actividades de financiamiento

Una compañía requiere financiamiento para llevar a cabo su plan de negocios. Dell necesita financiamiento para comprar materia prima destinada a la producción, para pagarles a sus empleados, adquirir compañías y tecnologías complementarias, y también para investigación y desarrollo. Las **actividades de financiamiento** se refieren a los métodos empleados por las compañías para reunir dinero con el cual pagar esas necesidades. Debido a su magnitud y su facultad para determinar el éxito o el fracaso de una empresa, las compañías son cuidadosas al adquirir y administrar los recursos financieros.

Hay dos fuentes principales de financiamiento externo: inversionistas de capital (también llamados propietarios o accionistas) y acreedores (prestamistas). Las decisiones concernientes a la composición de las actividades financieras dependen de las condiciones existentes en los mercados financieros. Los mercados financieros son fuentes potenciales de financiamiento. Al estudiar los mercados financieros, una compañía considera varios aspectos, entre otros, la cantidad de financiamiento necesaria, las fuentes de financiamiento (propietarios o acreedores), el momento del repago, y la estructura de los contratos de financiamiento. Las decisiones vinculadas con estos aspectos determinan la estructura organizacional de una compañía, afectan su crecimiento, influyen en su exposición al riesgo y determinan la influencia de personas ajenas a la empresa sobre las decisiones de negocios. La gráfica que aparece al margen muestra la composición del financiamiento total para ciertas compañías.

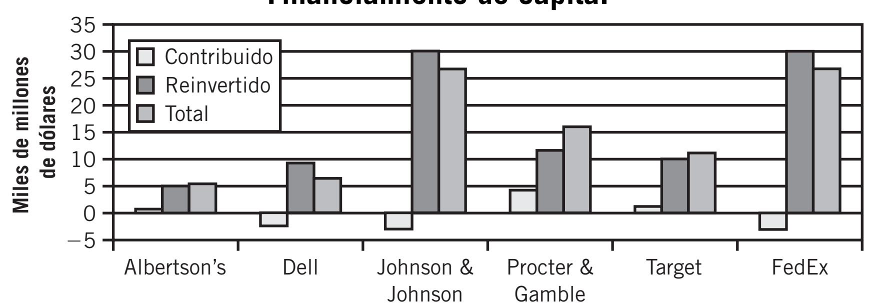
Financiamiento total



Los inversionistas de capital son una fuente importante de financiamiento. El balance de Dell muestra que reunió la suma de 8 195 millones de dólares emitiendo acciones para inversionistas de capital. Los inversionistas proporcionan el financiamiento con el deseo de obtener un rendimiento a cambio de su inversión, después de considerar tanto el rendimiento como el riesgo esperados. El rendimiento es la fracción de la utilidad de la compañía correspondiente al inversionista, en forma de reparto de utilidades o reinversión en las mismas. La **distribución (reparto) de utilidades** es el pago de dividendos a los accionistas. Éstos se pueden pagar directamente en efectivo o dividendos accionarios, o indirectamente mediante una nueva compra de acciones. El **pago de dividendos** se refiere a la proporción de utilidades que se distribuye. A menudo se expresa como una razón o un porcentaje de las utilidades netas. La **reinversión de utilidades** (o retención de utilidades) se refiere a la retención de las utilidades dentro de la compañía para utilizarlas en sus negocios; esta modalidad también se conoce como **financiamiento interno**. La reinversión de utilidades a menudo se mide por una razón de retención. La **razón de retención de utilidades**, que refleja la proporción de utilidades retenida, se define como una unidad (1) menos la razón de pago de dividendos.

El financiamiento de capital puede ser en efectivo o cualquier activo o servicio aportado a una compañía a cambio de acciones de capital. Las ofertas privadas de acciones usualmente implican la venta de acciones a uno o más individuos u organizaciones. Las ofertas públicas implican la venta de acciones al público. Las ofertas públicas de acciones entrañan costos considerables, que incluyen trámites reguladores del gobierno, requisitos de registro en los mercados





de valores y honorarios de comisión a los agentes de ventas. El beneficio principal de las ofertas públicas de acciones es el potencial de reunir una cantidad considerable de fondos para financiar las actividades de negocios. Muchas corporaciones someten sus acciones a la cotización en mercados organizados, como las bolsas de valores de Nueva York, Tokio, Singapur y Londres. Las acciones ordinarias de Dell se cotizan en NASDAQ bajo el símbolo DELL. La gráfica situada en el margen superior muestra la composición del financiamiento de capital de algunas compañías. Las cantidades negativas de capital contribuido para Dell, Johnson & Johnson y FedEx indican que las recompras de acciones ordinarias (llamadas acciones de tesorería) han excedido a las contribuciones de capital.

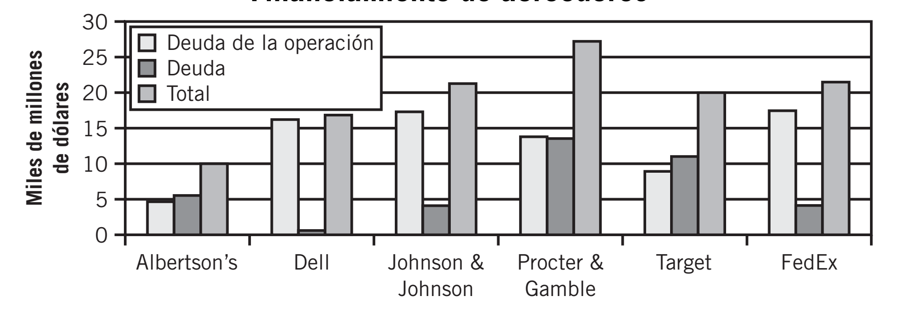
Las compañías también obtienen financiamiento de los acreedores. Los acreedores son de dos tipos: 1) acreedores de deuda, que prestan dinero directamente a la compañía y 2) acreedores de la operación, a quienes la compañía les debe dinero como parte de sus operaciones. El financiamiento de deuda a menudo ocurre por medio de préstamos o mediante las emisiones de valores como bonos. Las financieras de deuda son organizaciones, como bancos, instituciones de ahorro y préstamo, y otras instituciones financieras o no financieras. Los acreedores de operación incluyen proveedores, empleados, el gobierno, y cualquier otra entidad a la que la compañía le deba dinero. Incluso los empleados a quienes se les paga periódicamente, por ejemplo semanal o mensualmente, proporcionan implícitamente una forma de crédito financiero hasta que se les paga por su trabajo. El balance de Dell señala un financiamiento total de acreedores de 16 730 millones de dólares, alrededor de 72% de su financiamiento total. De esta cantidad, cerca de 505 millones son de financiamiento de deuda, mientras que los restantes 16 225 millones son de financiamiento operativo de la operación.

FUENTES DE ENGAÑOS

Según los reguladores, las cinco formas más comunes de engañar a los inversionistas son 1) intermediarios de valores que no tienen licencia, 2) corredores de bolsa faltos de escrúpulos, 3) conflictos de investigación del analista, 4) pagarés fraudulentos y 5) ardides del banco principal.

El financiamiento del acreedor es diferente del financiamiento de capital en el sentido de que usualmente se celebra un convenio, o contrato, que requiere el repago del préstamo con intereses en fechas específicas. Aun cuando no siempre se manifiesta el interés expresamente en esos contratos, siempre está implícito. Los periodos del préstamo son variables y dependen de los objetivos tanto de los acreedores como de las compañías. Los préstamos pueden ser tan prolongados como a 50 años o más, y tan cortos como a una semana o menos.

Igual que a los inversionistas, a los acreedores les preocupan la ganancia y el riesgo. A diferencia de los inversionistas de capital, las ganancias de los acreedores por lo común se especifican en los contratos de préstamo. Por ejemplo, un préstamo a 20 años con 10% de tasa fija significa que los acreedores reciben un rendimiento anual de 10% sobre su inversión durante 20 años. Los préstamos a largo plazo de Dell vencen de 2008 a 2028 y tienen diferentes tasas de interés. Los rendimientos de los inversionistas de capital no están garantizados y dependen de la magnitud de las utilidades futuras. El riesgo para los acreedores es la posibilidad de que un negocio no cumpla con el repago de sus préstamos y el interés. En esta situación, existe la posibilidad de que los acreedores no reciban el dinero que se les adeuda, y a eso podrían seguir una quiebra u otros refugios legales. Tales recursos suponen costos para los acreedores.



Actividades de inversión

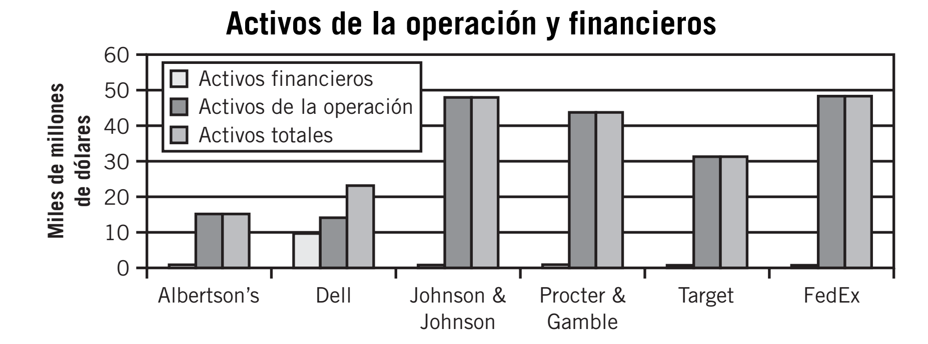
Las **actividades de inversión** se refieren a la adquisición y mantenimiento de las inversiones de una compañía para efectos de vender productos y

PUNTO DE VISTA DEL ANÁLISIS ***...USTED ES EL ACREEDOR***

Dell solicita en el banco de usted un préstamo por 500 millones de dólares. ¿En qué forma la composición de las fuentes de financiamiento de Dell (acreedor y capital) afectan la decisión de usted respecto al préstamo? ¿Experimenta cierta renuencia a otorgarle el préstamo a Dell debido a la composición actual de su financiamiento? *[Nota: Las soluciones a los puntos de vista se encuentran al final de cada capítulo.]*

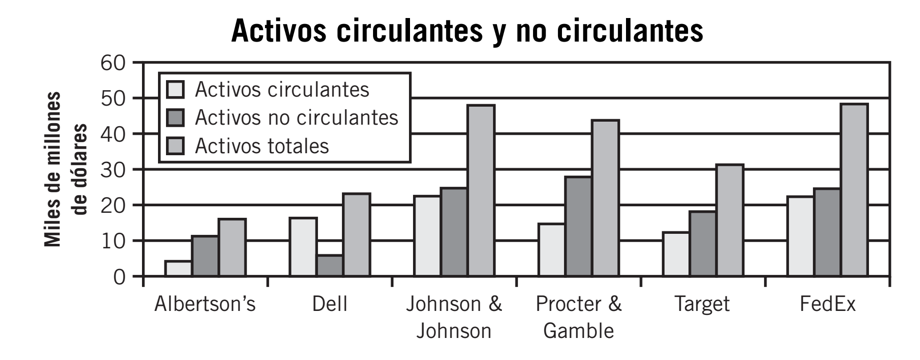
Respuesta, página 43

proporcionar servicios, así como para invertir el exceso de efectivo. Las inversiones en terrenos, edificios, equipo, derechos legales (patentes, licencias, copyrights o derechos de copia), inventarios, capital humano (administradores y empleados), sistemas de información y activos similares tienen como propósito conducir las operaciones comerciales de la compañía. Esos activos se conocen como **activos de operación**. Además, las compañías a menudo invierten temporal o permanentemente su exceso de efectivo en valores, como acciones de capital de otras compañías, bonos corporativos y del gobierno, y fondos del mercado de dinero. Estos activos se llaman **activos financieros**. El balance de Dell indica que su base de inversión o activos en 2005 es de 23 200 millones de dólares, de los cuales 9 400 millones son de activos financieros y el resto de activos de operación. La gráfica colocada al margen muestra los activos financieros y de operación de algunas compañías.



La información acerca de las actividades tanto de financiamiento como de inversión facilita la evaluación del desempeño del negocio. Obsérvese que el valor de las inversiones siempre es igual al valor del financiamiento obtenido. Cualquier exceso de financiamiento no invertido simplemente se expresa como efectivo (o algún otro activo). Las compañías difieren en cuanto a la cantidad y la composición de sus inversiones. Muchas compañías requieren inversiones considerables para la adquisición, fabricación, y venta de sus productos, mientras que otras requieren muy poca inversión. El volumen de la inversión no determina necesariamente el éxito de la compañía. Lo que determina las utilidades y los rendimientos para los propietarios es la eficiencia y la capacidad con que una compañía efectúa sus operaciones.

Las decisiones de inversión involucran diversos factores, como el tipo de inversión necesaria (incluidas la intensidad tecnológica y laboral), la cantidad requerida, el momento de la inversión, la ubicación de activos, y el convenio contractual (compra, renta y arrendamiento). Igual que con las actividades de financiamiento, las decisiones relacionadas con las actividades de inversión determinan la estructura organizacional de una compañía (centralizada o descentralizada), afectan su crecimiento e influyen en el grado de riesgo de las operaciones. Las inversiones en activos de corto plazo se llaman **activos circulantes**, y es de esperar que estos activos se conviertan en efectivo en un plazo corto. Las inversiones en activos a largo plazo se conocen como **activos no circulantes**. Dell invierte 16.9 billones de dólares en activos circulantes (73% de los activos totales) y



sólo 1 690 millones en planta y maquinaria (7% de los activos totales). Los activos restantes incluyen inversiones a largo plazo (4.319 billones) y otros activos no circulantes (308 millones).

Actividades de operación

Una de las áreas más importantes cuando se analiza una compañía es la de las actividades de operación. Las **actividades de operación** significan "llevar a cabo" el plan de negocios conforme a las actividades de financiamiento e inversión. Las actividades de operación incluyen por lo menos cinco posibles componentes: investigación y desarrollo, adquisición, producción, mercadotecnia y administración. La combinación apropiada de los componentes de las actividades de operación depende del tipo de negocio, sus planes y los mercados de entrada y salida. La administración decide cuál es la combinación más eficiente y eficaz para la ventaja competitiva de la compañía.

Las actividades de operación son la fuente principal de utilidades de una compañía. Las utilidades reflejan el éxito de la compañía al comprar en los mercados de entrada y vender en los de salida. Lo bien que se desempeña una compañía al elaborar los planes y estrategias de negocios, así como en decidir acerca de la combinación de las actividades de operación, determinan su éxito o fracaso. El análisis de las cifras de las utilidades —y de los componentes de éstas— refleja el éxito obtenido por compañía en la eficiente y competente administración de las actividades de negocios.



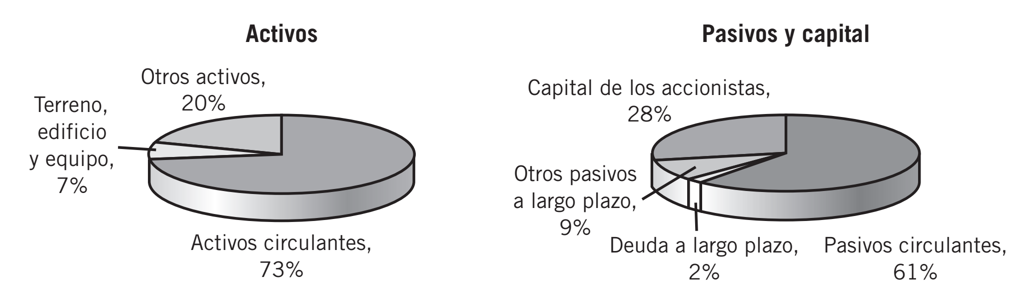
Dell ganó 3 043 millones de dólares en 2005. Esta cifra por sí sola no es muy significativa. Más bien, se debe comparar con la magnitud de la inversión utilizada para generar esas utilidades. El rendimiento de Dell sobre los activos totales (19 311 millones de dólares) a principios del año fue de 15.8% (3 043 millones/19 311 millones), un rendimiento superior en cualquier estándar, especialmente considerando la naturaleza altamente competitiva de la industria de computadoras.

Los estados financieros reflejan las actividades de negocios

Al final de un periodo, por lo común un trimestre o un año, se preparan los estados financieros para informar sobre las actividades de financiamiento e inversión hasta la fecha en curso, así como para resumir las actividades de operación del periodo anterior. Ésta es la función de los estados financieros y el objeto de análisis. Es importante distinguir que los estados financieros informan sobre las actividades de financiamiento e inversión ocurridas en una fecha determinada, mientras que a la vez contienen información sobre las actividades de operación de todo un periodo.

Balance

La **ecuación contable** (también llamada identidad del balance) es la base del sistema contable: activos = pasivos + capital. El lado izquierdo de esta ecuación se relaciona con los recursos controlados por la compañía, los **activos**. Estos recursos son inversiones que se espera generen futuras utilidades por medio de las actividades de operación. Para emprender estas actividades de operación, una compañía necesita financiamientos que las fondeen. El lado derecho de la ecuación describe las fuentes de los fondos. Los **pasivos** son fondeos provenientes de los acreedores y representan las obligaciones de una compañía, o alternativamente, los derechos de los acreedores sobre los activos. El **capital** (o capital de los accionistas) es la suma total de 1) el fondeo invertido o con el cual contribuyen los propietarios (capital contribuido), y 2) las utilidades acumuladas además de las distribuciones a los propietarios (utilidades retenidas) desde el inicio de la compañía.



Desde el punto de vista de los propietarios, o los accionistas, el capital representa sus derechos sobre los activos de la compañía. Una forma levemente distinta de describir la ecuación contable es en términos de las fuentes y la utilización de fondos. Es decir, el lado derecho representa las fuentes de fondos (ya sea de los acreedores o de los accionistas, o generados internamente) y el lado izquierdo representa la utilización de los fondos.

Los activos y pasivos se separan en cantidades circulantes y no circulantes. Los **activos circulantes** son aquellos que se espera se conviertan en efectivo o se utilicen en transacciones en el transcurso de un año o del ciclo de operación, el que sea más largo. Los **pasivos circulantes** son obligaciones con las cuales la compañía espera cumplir en el transcurso de un año o del ciclo de operación, lo que sea más largo. La diferencia entre activos circulantes y pasivos circulantes se conoce como **capital de trabajo**.

Es útil reescribir la ecuación contable en términos de las actividades de negocios, es decir, las actividades de inversión y de financiamiento: inversión total = financiamiento total; o de otra manera: inversión total = financiamiento del acreedor + financiamiento del propietario.

Recuérdese que la ecuación contable es una identidad del balance que refleja un *punto* en el tiempo. Las actividades de operación se originan a lo largo de un *periodo* y no se reflejan en esta identidad. Sin embargo, las actividades de operación afectan ambos lados de esta ecuación. Es decir, si una compañía es rentable, se incrementan los niveles tanto de inversión (activos) como de financiamiento (capital). De manera similar, cuando una compañía no es rentable, disminuyen la inversión y el financiamiento simultáneamente.

El balance de Dell se reproduce en el apéndice A al final del texto. Las inversiones totales de Dell (activos) al 28 de enero de 2005 son de 23 215 millones de dólares. De esta cantidad, el financiamiento del acreedor suma en total 16 730 millones, mientras que los 6 485 millones restantes representan derechos de los accionistas.

Estado de resultados

Un estado de resultados mide el desempeño financiero de una compañía durante las fechas del balance. Es una representación de las actividades de operación de una compañía. El estado de resultados proporciona detalles de entradas, gastos, ganancias y pérdidas de una compañía durante un periodo. La línea básica, **utilidades** (también llamadas *ingreso neto*), indica la rentabilidad de la compañía. Las utilidades reflejan el rendimiento sobre el capital de los accionistas durante el periodo que se está considerando, mientras que las partidas de la declaración detallan la forma en que se determinan las utilidades. Las utilidades se aproximan al incremento (o disminución) en el capital antes de considerar las distribuciones para y las contribuciones de los accionistas. Para que el ingreso mida el cambio en el capital de manera exacta, se necesita una definición ligeramente distinta de ingreso, llamada *ingreso total,* que se examina más adelante en este capítulo, en la sección sobre los vínculos entre los estados financieros.

El estado de resultados incluye varios otros indicadores de la rentabilidad. La **utilidad bruta** (también llamada *margen bruto*) es la diferencia entre las ventas y el costo de las ventas (también llamada *costo de los bienes vendidos*). Ésta indica hasta qué grado puede una compañía cubrir los costos de sus productos. Este indicador no es particularmente útil para las compañías de servicios y tecnología, en las que los costos de producción son sólo una pequeña parte de los costos totales. Las **utilidades**

CONFUSIÓN PRO FORMA

Algunas compañías han convencido a los inversionistas de que deben medir el desempeño no por las utilidades, sino por las utilidades pro forma. Las utilidades pro forma ajustan el ingreso de los GAAP sumando previamente ciertas partidas de gastos. Un ejemplo es el popular EBITDA, que suma antes el gasto de depreciación y amortización. Las utilidades pro forma protegen a las compañías de la decisión rigorosa de calcular el ingreso neto. Por ejemplo, las utilidades pro forma de S&P 500 fueron 77% mayores que la utilidad neta de los GAAP en un año reciente.

de operaciones se refieren a la diferencia entre las ventas y todos los costos y gastos de operación. Por lo común excluyen los costos de financiamiento (interés) y los impuestos. Las **utilidades antes de impuestos**, como su nombre lo indica, representan las utilidades de las operaciones continuas antes de considerar el impuesto sobre la renta. Las **utilidades de las operaciones continuas** son el ingreso de los negocios continuos/continuados de una compañía después de aplicar el interés y los impuestos. También se conocen como *utilidades antes de partidas extraordinarias y operaciones descontinuadas*. En el capítulo 6 se examinan estas definiciones alternas de las utilidades.

Las utilidades se determinan utilizando la **base contable de acumulación**. Conforme a la contabilidad según el principio de acumulación, los ingresos se registran cuando una compañía vende bienes o presta servicios, sin importar cuándo recibe el efectivo. De manera similar, los gastos se igualan con estas entradas registradas, sin importar cuándo sea el pago en efectivo. En el apéndice A se muestra el estado de resultados de Dell para los tres años previos, titulado Estados financieros consolidados. Los ingresos de Dell en el año 2005 suman 49 205 millones de dólares. De esta cantidad, 46 162 millones son gastos y costos de las operaciones, que produjeron utilidades netas de 3 043 millones. Las utilidades de Dell han aumentado de manera consistente desde su reestructuración corporativa en 2002. Esto es notable, dada la naturaleza altamente competitiva de la industria de computadoras.

Declaración del capital de los accionistas

La declaración del capital de los accionistas informa sobre los cambios en las cuentas que constituyen el capital. Esta declaración es útil para identificar las razones de los cambios en los derechos de los accionistas de capital sobre los activos de una compañía. La declaración del capital de los accionistas de Dell del año más reciente se muestra en el apéndice A. Durante este periodo, los cambios en el capital de los accionistas se debieron a la emisión y recompra de acciones (de tesorería) y a la reinversión de las utilidades. Dell detalla estos cambios en cinco columnas: Acciones ordinarias y Capital en exceso del valor nominal, Acciones de tesorería, Utilidades retenidas, Otros ingresos totales (pérdida) y Otros. Las Acciones ordinarias y el Capital en exceso del valor nominal juntos representan el Capital contribuido, y a menudo se conocen colectivamente como *capital accionario* (muchos analistas también consideran las Acciones de tesorería en el cálculo del capital accionario).

Aun cuando muchas compañías, como Dell, muestran Otro ingreso total (pérdida) separado de las utilidades retenidas, en realidad es un componente integral de las utilidades retenidas. Por esa razón, el análisis siempre se referirá a ellos colectivamente como utilidades retenidas. El cambio en las utilidades retenidas de Dell es particularmente importante, ya que esta cuenta vincula los balances consecutivos a todo lo largo del estado de resultados. Por ejemplo, supóngase que las utilidades retenidas colectivas de Dell se incrementaron de 5 996 millones de dólares en 2004 (6 131 millones – 83 millones – 52 millones) a 9 048 millones (9 174 millones – 82 millones – 44 millones) en 2005. Este incremento de 3 052 millones de dólares se explica por las utilidades netas de 3 043 millones más otro ingreso total de 9 millones de dólares, en colectividad conocido como *ingreso total*. Si Dell fuera a pagar dividendos (lo que no hace), esas distribuciones reducirían aún más el capital de los accionistas. Debido a que los dividendos casi siempre se distribuyen a partir de las utilidades retenidas, el balance de utilidades retenidas a menudo representa el límite máximo para las distribuciones potenciales de dividendos. El segundo encabezado en la declaración del capital de los accionistas muestra los detalles de las acciones de tesorería. Las acciones de tesorería se estudian en el capítulo 3. Por ahora, es suficiente considerar la cantidad de acciones de tesorería como la diferencia entre el efectivo pagado por recompras de acciones y el ingreso por la reventa de esas acciones. La cantidad de acciones de tesorería reduce el capital.

Declaración de flujos de efectivo

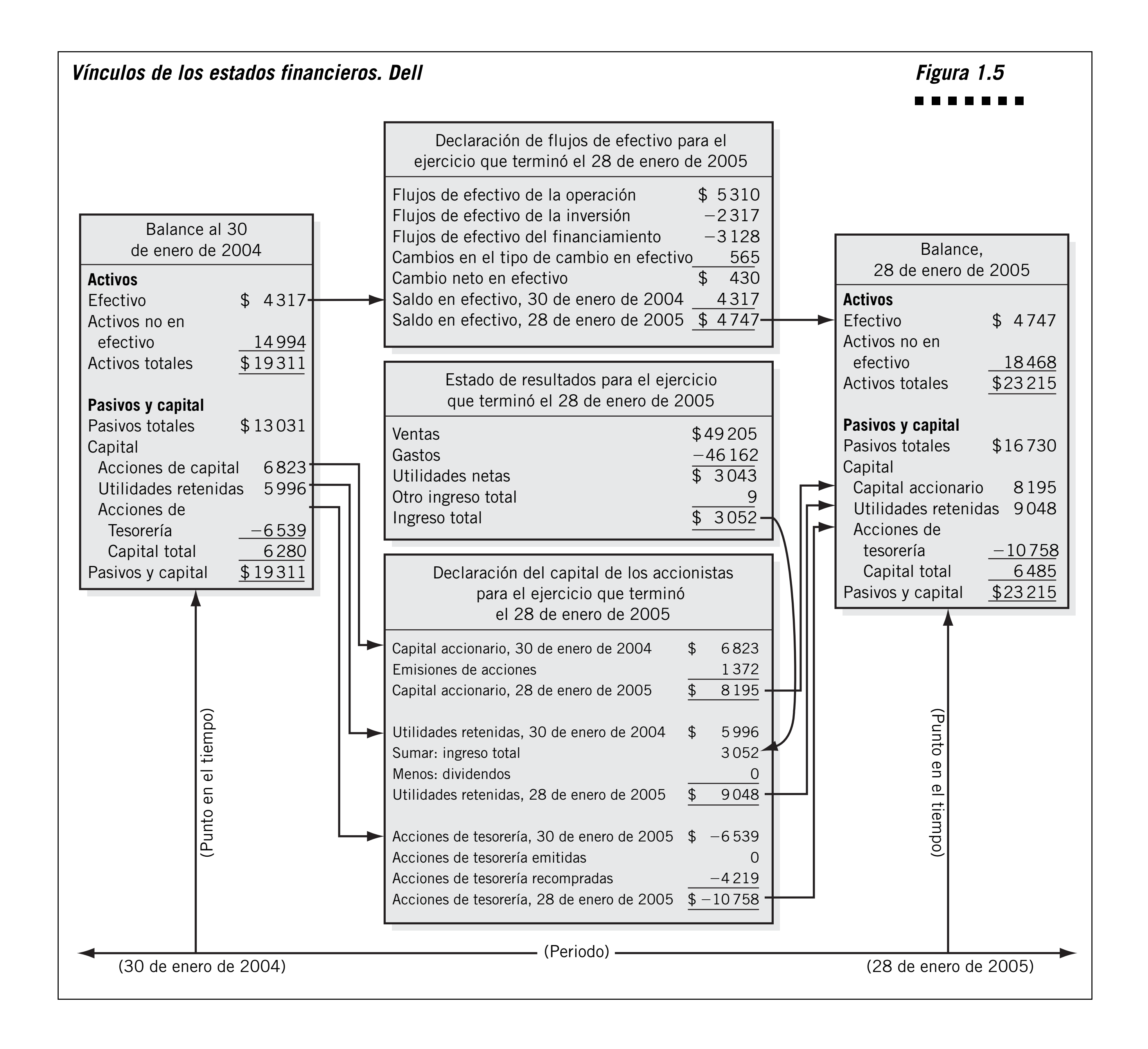
Las utilidades rara vez son iguales a los flujos netos de efectivo, excepto durante el largo de vida de una compañía. Debido a que la contabilidad, según el principio de acumulación, rinde cifras diferentes a las de la contabilidad del flujo de efectivo, se sabe que los flujos de efectivo son importantes en las decisiones de negocios, existe la necesidad de informar sobre los flujos de entrada y de salida de efectivo. Por ejemplo, el análisis que implica la reconstrucción y la interpretación

de las operaciones de negocios a menudo requiere la declaración de flujos de efectivo. Además, ciertos modelos de valuación utilizan los flujos de efectivo. La declaración de flujos de efectivo da a conocer los flujos de entrada y salida de efectivo de manera independiente a las actividades de operación, inversión y financiamiento de una compañía durante cierto periodo.

La declaración de flujos de efectivo de Dell se reproduce en el apéndice A. El saldo de efectivo de Dell en 2005 se incrementó en 430 millones de dólares, de 4 317 millones a 4 747 millones. De este incremento de efectivo neto, las actividades de operación de Dell proporcionaron 5 310 millones, las actividades de inversión utilizaron 2 317 millones, las actividades de financiamiento 3 128 millones, y las fluctuaciones en los tipos de cambio incrementaron el saldo en efectivo reportado por 565 millones de dólares (por causa del dólar estadounidense débil de ese año).

Vínculos entre los estados financieros

Los estados financieros están vinculados en puntos en el tiempo y a través del tiempo. Estos vínculos se describen en la figura 1.5 utilizando los estados financieros de Dell. Dell empezó el año de



2005 con las cantidades de inversión y financiamiento asentadas en el balance al lado izquierdo de la figura 1.5. Sus inversiones en activos, incluidos tanto activos en efectivo (4 137 millones de dólares) como los que no están en efectivo (14 994 millones de dólares), suman 19 311 millones. Estas inversiones están financiadas simultáneamente por acreedores (13 031 millones) e inversionistas de capital, estos últimos incluyen acciones de capital (6 823 millones) y utilidades retenidas (5 996 millones) menos acciones de tesorería (6 539 millones). Las actividades de operación de Dell se indican en la columna de en medio de la figura 1.5. La declaración de flujos de efectivo explica cómo las actividades de operación, inversión y financiamiento incrementan el saldo en efectivo de Dell de 4 137 millones de dólares a principios del año a 4 747 millones a finales del año. Esta cantidad de efectivo de finales del año se apunta en el balance de fin de año en el lado derecho de la figura 1.5. Las utilidades netas de Dell de 3 043 millones de dólares, calculadas a partir de las entradas menos los gastos, se señalan en el estado de resultados. Si se suman las utilidades netas al Otro ingreso total de 9 millones de dólares se obtiene un ingreso total de 3 052 millones. Ya que Dell no paga dividendos, esta cantidad de ingreso total explica el cambio en las utilidades retenidas dadas a conocer en la declaración del capital de los accionistas. Esta característica de cómo las utilidades ayudan a explicar los saldos sucesivos del capital de los accionistas se llama contabilidad de **excedente libre**.

Para recapitular, el balance de Dell es una lista de las actividades de inversión y financiamiento de esta compañía en un *punto en el tiempo*. Las tres declaraciones que dan información sobre 1) flujos de efectivo, 2) ingreso y 3) capital de los accionistas explican los cambios (por lo común resultantes de las actividades de operación) para las actividades de inversión y financiamiento de Dell a lo largo de un *periodos*. Cada operación registrada en estas tres declaraciones afecta al balance. Algunos ejemplos son 1) entradas y salidas que afectan a las utilidades y la subsiguiente inclusión de éstas en las utilidades retenidas, 2) operaciones en efectivo en la declaración de flujos de efectivo que se resumen en el saldo en efectivo en las cuentas del balance, y 3) todas las cuentas de ingresos entradas y salidas que afectan a una o más cuentas del balance. En breve, los estados financieros están vinculados por diseño: las declaraciones del periodo (estado de resultados, declaración de flujos de efectivo y declaración del capital de los accionistas) explican los balances en un punto en el tiempo. Esto se conoce como *articulación* de los estados financieros.

PUNTO DE VISTA DEL ANÁLISIS ...USTED ES EL INVERSIONISTA

Usted está considerando la compra de acciones de Dell. Como parte del examen preliminar de Dell que usted efectúa, examina los estados financieros de la compañía. ¿Qué información trata de obtener de cada uno de estos estados financieros para ayudarle en su decisión?

Respuesta, página 43

Información adicional

Los estados financieros no son el único producto de un sistema de informes financieros. También comunican información adicional acerca de una compañía. Un análisis profundo de los estados financieros implica examinar esta información adicional.

¿EDGAR QUÉ?
EDGAR es la base de datos de documentos que las compañías públicas están obligadas a presentar electrónicamente ante la SEC. Varios sitios en la Red ofrecen interfaces fáciles de utilizar (la mayoría son gratuitas), lo que hace que resulte sencillo encontrar la mayor parte de la información pública sobre una compañía. Véase **www.freeadgar.com** o **www.edgar-online.com**.

- **Discusión y análisis de la gerencia** (MD&A, Management's Discussion and Analysis). La Securities and Exchange Commission (SEC) demanda que las compañías que cotizan en mercados de valores con valores de deuda y capital presenten una Discusión y análisis de la gerencia. La administración debe poner de relieve cualesquiera tendencias, favorables o desfavorables, e identificar los eventos e incertidumbres significativos que afectan la liquidez, los recursos de capital y los resultados de las operaciones de una compañía. Las empresas deben dar a conocer también la información prospectiva que entrañe eventos e incertidumbres materiales que se sabe hacen que la información financiera declarada sea menos indicativa de las futuras actividades de operación o de la condición financiera. La MD&A de Dell que aparece en el apéndice A incluye un análisis año por año, junto con una evaluación de la liquidez y de los recursos de capital por actividades de negocios.

- **Informe de la administración.** Los propósitos de este informe son reforzar: 1) las responsabilidades de la administración ejecutiva en cuanto al sistema de control financiero e interno de la compañía y 2) las funciones compartidas de la administración, los directores y el auditor en la preparación de los estados financieros. El informe de Dell, titulado Responsabilidad de la gerencia con respecto a los estados financieros, discute las políticas y los procedimientos para mejorar la confiabilidad de los registros financieros. Dicho informe también resalta la importancia del comité de auditoría del consejo de administración en la labor de proporcionar seguridad adicional sobre la confiabilidad de los estados financieros.
- **Informe del auditor.** Un auditor externo es un contador público certificado independiente contratado por la administración para que opine si los estados financieros de la compañía se han preparado de conformidad con los principios de contabilidad generalmente aceptados o no. El análisis de los estados financieros requiere examinar el informe del auditor para averiguar si la compañía recibió una opinión invariable. Cualquier cosa menor a una opinión no autorizada incrementa el riesgo del análisis. El informe de los contadores independientes de Dell, preparado por PricewaterhouseCoopers, se reproduce en el apéndice A. Dell recibió una opinión invariable. En el apéndice 2A se estudian los informes de auditoría.
- **Notas explicativas.** Las notas explicativas que acompañan los informes financieros son una parte integral del análisis de estados financieros. Las notas son un medio de comunicar información adicional concerniente a las partidas incluidas o excluidas del cuerpo de los estados financieros. La naturaleza técnica de las notas hace necesario que los analistas de estados financieros cuenten con cierto nivel de conocimientos contables. Las notas explicativas incluyen información sobre: 1) principios y métodos contables empleados; 2) descripciones detalladas concernientes a las partidas individuales de los estados financieros; 3) compromisos y contingencias; 4) combinaciones de negocios; 5) transacciones con organizaciones relacionadas; 6) planes de opción de acciones; 7) procedimientos legales y 8) clientes sustanciales. Las notas de Dell siguen a los estados financieros en el apéndice A.
- **Información suplementaria.** Los anexos complementarios de las notas de los estados financieros incluyen información sobre: 1) segmento de negocio; 2) ventas de exportación; 3) valores comerciables; 4) cuentas de valuación; 5) préstamos a corto plazo; y 6) datos financieros trimestrales. En el reporte anual de Dell aparecen varios anexos complementarios. Un ejemplo es la información sobre las operaciones de segmentos incluida como la nota 9 en los estados financieros de Dell.
- **Declaraciones de poder.** Los votos de los accionistas se solicitan en el caso de la elección de directores y en el caso de acciones corporativas como fusiones, adquisiciones y autorización de valores. Un **poder** es un procedimiento mediante el cual un accionista autoriza a otra persona para que actúe en su nombre durante una asamblea de accionistas. Una **declaración de poder** contiene la información que necesitan los accionistas para votar sobre asuntos que requieran el poder. Las declaraciones de poder contienen abundante información acerca de una compañía, entre otras cosas, la identidad de los accionistas que posean 5% o más de las acciones preponderantes, información biográfica del consejo de administración, arreglos de compensación con funcionarios y directores, planes de beneficio para los empleados y ciertas transacciones con funcionarios y directores.

DOBLE PROBLEMA
PricewaterhouseCoopers ganó 13 millones de dólares por honorarios de auditoría y 18 millones por comisiones de impuestos que le cobró a Tyco International Ltd., la compañía objeto de un gran escándalo en 2001. La ley de Sarbanes-Oxley en la actualidad limita el trabajo de consultoría que pueden desempeñar los auditores de una compañía.

TARJETA VERDE DEL INFORME
Alrededor de la mitad de las 250 compañías globales más grandes presentan informes de responsabilidad corporativa.

PRESENTACIÓN PRELIMINAR DEL ANÁLISIS DE ESTADOS FINANCIEROS

Para ayudar a los usuarios a analizar los estados financieros se cuenta con una variedad de herramientas diseñadas para ajustarse a necesidades específicas. En esta sección, se presentan algunas herramientas básicas del análisis financiero y se aplican al informe anual de Dell. De manera

específica, se aplica el análisis comparativo de estados financieros, el análisis de estados financieros porcentuales y el análisis de razones. También se describe brevemente el análisis de flujos de efectivo. Esta introducción preliminar al análisis financiero se limita principalmente a algunas herramientas comunes del análisis, en particular aquellas que pertenecen al análisis de razones. En los capítulos posteriores se describen técnicas más modernas y avanzadas, incluyendo el análisis contable, que favorecen considerablemente el análisis de estados financieros. Esta sección concluye con una introducción a los modelos de valuación.

Herramientas del análisis

Esta sección ofrece una exposición preliminar a cinco series importantes de herramientas para el análisis financiero:

1. Análisis de estados financieros comparativos
2. Análisis de estados financieros porcentual
3. Análisis de razones
4. Análisis del flujo de efectivo
5. Valuación

Análisis de estados financieros comparativos

Los analistas realizan un **análisis de los estados financieros comparativos** revisando los balances, las declaraciones de ingresos, o las declaraciones del flujo de efectivo, consecutivos de un periodo a otro. Esto por lo común implica una revisión de los cambios en las cuentas de los balances individuales en un intervalo de uno o varios años. La información más importante que a menudo revela el análisis de estados financieros comparativos es la tendencia. Una comparación de los estados a lo largo de varios periodos indica la dirección, la velocidad y el alcance de una tendencia. El análisis comparativo también compara las tendencias en partidas relacionadas. Por ejemplo, un incremento de 10% año con año en las ventas, acompañado de un incremento en los costos de fletes requiere una investigación y una explicación. De manera similar, un incremento de 15% en cuentas por cobrar, junto con un incremento de sólo 5% en las ventas, requiere una investigación. En ambos casos se buscan las razones que originaron las diferencias en esas tasas interrelacionadas y cualquier implicación para el análisis. Al análisis de estados financieros comparativos también se le conoce como *análisis horizontal,* debido a que el análisis de los saldos de las cuentas se efectúa de izquierda a derecha (o de derecha a izquierda) cuando se examinan los estados comparativos. Dos técnicas del análisis comparativo son usadas con frecuencia: el análisis del cambio de un año al otro y el análisis de la tendencia del número índice.

RECURSOS PARA EL ANÁLISIS
www.adr.com
www.bigcharts.com
www.bridge.com
www.cbsmarketwatch.com
www.financenter.com
www.freeedgar.com
www.ipomaven.com
www.marketguide.com
www.morningstar.com
www.nasdaq.com
www.quote.com
www.businessweek.com
www.10kwizard.com
www.wallstreetcity.com

Análisis del cambio año con año. La comparación de estados financieros a lo largo de periodos relativamente cortos (dos a tres años) por lo común se hace con el análisis de cambios año con año de cuentas individuales. Un análisis del cambio año con año para periodos breves es fácil de manejar y de comprender. Tiene la ventaja de presentar los cambios en cantidades absolutas de dólares, así como en porcentajes. Los análisis del cambio tanto en las cantidades como en los porcentajes resultan relevantes debido a que, al calcular los cambios en el porcentaje, las diferentes bases en dólares producen grandes cambios que no concuerdan con la importancia real de éstos. Por ejemplo, un cambio del 50% en una cantidad base de 1 000 dólares es por lo común menos importante que el mismo cambio de porcentaje en una base de 100 000 dólares. La referencia a las cantidades en dólares es necesaria para conservar una perspectiva apropiada y hacer inferencias válidas sobre la relativa importancia de los cambios.

El cálculo de los cambios año con año es directo. Aun así, es necesario observar ciertas reglas. Cuando una cantidad negativa aparece en la base y una cantidad positiva en el siguiente periodo (o viceversa), no es posible calcular un cambio significativo en el porcentaje. Además, cuando

no hay una cantidad para el periodo base, no es posible calcular un cambio en el porcentaje. De manera similar, cuando la cantidad del periodo base es pequeña, se puede calcular un cambio en el porcentaje, pero el número se debe interpretar con cautela. Esto se debe a que puede señalar un cambio grande atribuible meramente a la cantidad base tan pequeña que se utiliza en el cálculo del cambio. De igual manera, cuando una partida tiene un valor en el periodo base y ninguno en el siguiente periodo, la disminución es de 100%. Estos puntos se subrayan en el ejemplo 1.1.

EJEMPLO 1.1

Las complicaciones que surgen en el análisis comparativo y la manera de resolverlas se describen en los cinco casos siguientes:

			ANÁLISIS DEL CAMBIO	
Partida (millones de dólares)	**Periodo 1**	**Periodo 2**	**Cantidad**	**Porcentaje**
Ingreso (pérdida) neto	$(4500)	$1500	$ 6000	—
Gasto de impuestos	2000	(1000)	(3000)	—
Efectivo	10	2010	2000	20000%
Pagarés por pagar	—	8000	8000	—
Pagarés por cobrar	10000	—	(10000)	(100%)

El análisis de estados financieros comparativos usualmente describe tanto el total acumulativo para el periodo que se está analizando como el promedio (o media) para el periodo. La comparación de las cantidades anuales con un promedio o media calculado a lo largo de varios periodos ayuda a destacar las fluctuaciones inusuales.

La figura 1.6 muestra un análisis comparativo año con año utilizando las declaraciones de ingresos de Dell. Este análisis revela varias partidas de interés. En primer lugar, tanto las entradas (o ingresos) como el costo de los bienes vendidos se incrementaron casi en el mismo porcentaje (18.7% y 18.6%, respectivamente). Sin embargo, la utilidad bruta se incrementó en un porcentaje más elevado (19.4%) debido a que su base era menor. Los gastos generales, administrativos

Estados financieros comparativos de Dell — ***Figura 1.6***

	2005	2004	Cambio (millones de dólares)	Cambio en el porcentaje
Ingresos	$49205	$41444	$7761	18.7%
Costo de los bienes vendidos	40190	33892	6298	18.6
Utilidad bruta	9015	7552	1463	19.4
Gastos de operación:				
Gastos de venta, generales y administrativos	4298	3544	754	21.3
Investigación y desarrollo	463	464	(1)	−0.2
Utilidad de la operación	4254	3544	710	20.0
Ingreso de la inversión	191	180	11	6.1
Ingreso antes de impuestos	4445	3724	721	19.4
Gasto de impuestos sobre la renta	1402	1079	323	29.9
Utilidad neta	$ 3043	$ 2645	$ 398	15.0

y de venta se incrementaron en 21.3%. En la sección de MD&A, Dell atribuye este incremento a los costos relacionados con la expansión internacional, una proporción más grande de negocios fuera de Estados Unidos que tiene costos de operación más elevados, así como a los crecientes costos de atraer y retener al personal. Los costos de investigación y desarrollo de Dell se mantuvieron aproximadamente en los niveles del 2004, lo que en parte se atribuye a la estrategia de la compañía de asignar a fuentes externas una porción de su actividad de investigación y desarrollo. El ingreso antes de impuestos se incrementó en 19.4% en 2005, pero el gasto de impuestos se incrementó en 29.9%, reduciéndose así el incremento en la utilidad neta a 15%. Dell informa que el incremento en el gasto de impuestos es principalmente el resultado de un incentivo de impuestos otorgado por la American Jobs Creation Act (Ley Estadounidense de Creación de Empleos) de 2004, que permitió que la compañía repatriara un efectivo relacionado con 4 100 millones de dólares en utilidades extranjeras por un impuesto adicional de 280 millones, una tasa de impuestos de aproximadamente 7% (la tasa de impuestos corporativa en Estados Unidos era de 35% en 2005). En breve, Dell se está desempeñando notablemente bien en un ambiente de intensa competencia.

Análisis de la tendencia del número índice. En ocasiones resulta pesado utilizar el análisis del cambio-año-con-año para comparar estados financieros que cubren más de dos o tres periodos. Una herramienta útil para las comparaciones de la tendencia a largo plazo es el *análisis de la tendencia del número índice*. El análisis de datos utilizando el análisis de la tendencia del número índice requiere la elección de un periodo base, para todas las partidas, con un número índice seleccionado con anterioridad, generalmente fijado en 100. Debido a que el periodo base es un marco de referencia para todas las comparaciones, es mejor elegir un año normal en lo que concierne a las condiciones de negocios. Lo mismo que con el cálculo de los cambios en los porcentajes año-con-año, ciertos cambios, como los de cantidades negativas a cantidades positivas, no pueden ser expresados por medio de números índice.

Cuando se utilizan números índice, se calculan los cambios en el porcentaje con respecto al periodo base, como se explica en la ejemplo 1.2.

EJEMPLO 1.2

El saldo en efectivo de Cen Tech (en miles) al 31 de diciembre, año 1 (el periodo base) es de 12 000 dólares. Su saldo en efectivo al 31 de diciembre del año 2 es de 18 000 dólares. Utilizando 100 como el número índice para el año 1, el número índice para el año 2 es igual a 150 y se calcula como:

$$\frac{\text{Saldo del año actual}}{\text{Saldo del año base}} \times 100 = \frac{\$18\,000}{\$12\,000} \times 100 = 150$$

El saldo en efectivo de Cen Tech al 31 de diciembre del año 3 es de 9 000 dólares. El índice para el año 3 es 75 y se calcula como sigue:

$$\frac{9\,000 \text{ dólares}}{12\,000 \text{ dólares}} \times 100 = 75$$

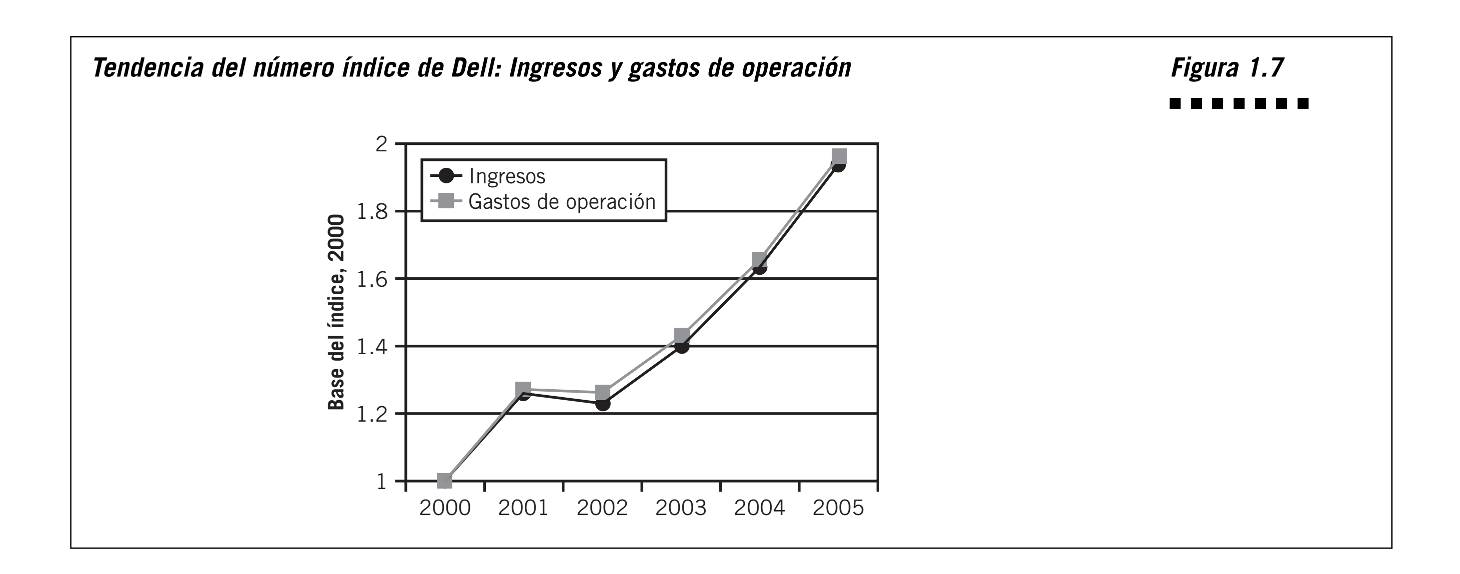
El cambio en el saldo en efectivo entre el año 1 y el año 2 para este ejemplo es de 50% (150 – 100) y se infiere fácilmente de los números índice. Sin embargo, el cambio del año 2 al año 3 no es de 75% (150 – 75) como lo podría sugerir una comparación directa. En vez de eso es de 50%, calculado como 9 000/18 000. Esto requiere calcular el cambio del año 2 al año 3 respecto al saldo del año 2. Sin embargo, el cambio en el porcentaje se calcula utilizando números índice únicamente. Por ejemplo, al calcular este cambio, se toma 75/150 = 0.50, es decir un cambio de 50%.

Para el análisis de la tendencia del número índice, no es necesario analizar cada partida en los estados financieros. En vez de eso, uno debería concentrarse en partidas significativas. También se debe tener cuidado al utilizar las comparaciones de la tendencia del número índice cuando los cambios se podrían deber a factores de la economía o la industria. Además, la interpretación de los cambios en el porcentaje, incluyendo aquellos que utilizan series de tendencias del número

índice, se debe hacer teniendo conciencia de las aplicaciones potencialmente cambiantes de los principios contables a lo largo del tiempo. Cuando es posible, se hace un ajuste en cuanto a esas variaciones. Asimismo, cuanto más largo sea el periodo para la comparación, tanto más distorsionantes serán los efectos de cualquier cambio en el nivel de precios. Un resultado del análisis de la tendencia es la capacidad de poder penetrar en las filosofías, políticas y motivaciones de los administradores. Cuanto más diversos sean los ambientes que constituyen el periodo del análisis, tanto mejor será la visión de la forma en que la administración se enfrenta a la adversidad y aprovecha las oportunidades.

Los resultados del análisis de la tendencia del número índice sobre partidas seleccionadas de los estados financieros de Dell se muestran en la figura 1.7. Las ventas han estado aumentando uniformemente desde 2002 y han sido igualadas por un incremento similar en los gastos de operación totales.

Tendencia del número índice de Dell: Ingresos y gastos de operación ***Figura 1.7***



Análisis de estados financieros con base porcentual

El análisis de estados financieros se puede beneficiar del hecho de saber qué proporción de un grupo o subgrupo se compone de una cuenta particular. De manera específica, al analizar un balance, es común expresar los activos totales (o pasivo más capital) como 100%. Después, las cuentas dentro de esos agrupamientos se expresan como un porcentaje de su respectivo total. Al analizar los estados financieros, las ventas a menudo se fijan en 100%, y las cuentas restantes del estado de resultados se expresan como un porcentaje de las ventas. Puesto que la suma de las cuentas individuales dentro de los grupos es 100%, se dice que este análisis genera **estados financieros porcentuales**. Este procedimiento también se conoce como *análisis vertical*, debido a la evaluación de arriba-abajo (o de abajo hacia arriba) de las cuentas en los estados financieros porcentuales. El análisis de estados financieros porcentuales es útil para comprender la constitución interna de los estados financieros. Por ejemplo, al analizar un balance, un análisis porcentual hace hincapié en dos factores:

1. Las fuentes de financiamiento: incluida la distribución del financiamiento entre pasivos circulantes, pasivos no circulantes y capital.
2. La composición de los activos: incluidas las cantidades de activos individuales circulantes y no circulantes.

El análisis porcentual de un balance a menudo se extiende para examinar las cuentas que constituyen a subgrupos específicos. Por ejemplo, al evaluar la liquidez de los activos circulantes, a menudo es importante saber qué proporción de los activos circulantes se compone de inventarios

y no simplemente qué proporción de los inventarios es de activos totales. El análisis porcentual de un estado de resultados es igualmente importante. Un estado de resultados se presta fácilmente al análisis porcentual, en el que cada partida está relacionada con una cantidad clave, como ventas. En grado variable, las ventas tienen un efecto sobre casi todos los gastos, y es útil saber qué porcentaje de las ventas está representado por cada partida de gastos. Una excepción son los impuestos sobre la renta, que se relacionan con el ingreso antes de impuestos y no con las ventas.

Las comparaciones temporales (en el tiempo) de los estados financieros porcentuales de una compañía son útiles para revelar cualquier cambio proporcional en las cuentas dentro de grupos de activos, pasivos, gastos y otras categorías. Aun así, se debe tener cuidado al interpretar los cambios y las tendencias, como se muestra en el ejemplo 1.3.

EJEMPLO 1.3

Los saldos de las cuentas de tres años recientes tanto para patentes como para activos totales de Meade Co. son:

	2006	2005	2004
Patentes	$ 50 000	$ 50 000	$ 50 000
Activos totales	$1 000 000	$750 000	$500 000
Patentes/activos totales	5%	6.67%	10%

Aun cuando la cantidad en dólares de las patentes no cambia durante este periodo, los incrementos en los activos totales reducen progresivamente las patentes como un porcentaje de los activos totales. Debido a que este porcentaje varía con el cambio en la cantidad absoluta de dólares de una partida, así como con el cambio en el saldo total para la categoría de la misma, la interpretación del análisis porcentual requiere el examen tanto de las cantidades para las cuentas que se están analizando como de las bases para el cálculo de dichas cuentas.

Las declaraciones porcentuales son útiles en particular para las comparaciones entre empresas debido a que los estados financieros de diferentes compañías se reconstruyen en un arreglo porcentual. La comparación de las declaraciones porcentuales de una compañía con las de los competidores, o con los promedios de la industria, pueden poner de relieve diferencias en la composición y la distribución de la cuenta. Las razones de esas diferencias se deben determinar y comprender. Una limitación fundamental de las declaraciones porcentuales para el análisis entre empresas es que no reflejan los tamaños relativos de las compañías que se están analizando. Una comparación de cuentas seleccionadas utilizando declaraciones porcentuales, junto con cifras estadísticas de la industria, es parte del caso completo que sigue al capítulo 11.

En la figura 1.8 se muestran las declaraciones de ingreso porcentuales de Dell. El costo del ingreso de Dell ha disminuido gradualmente desde 2002, resultando en un margen bruto que es 0.6 puntos más elevado. Esto es un logro notable, considerando la naturaleza altamente competitiva de la industria de computadoras. Los gastos de venta, generales y administrativos están bajo control, variando muy poco desde 2002. Los costos de investigación y desarrollo han disminuido como un porcentaje de las ventas. Esto tal vez no es tan inquietante como podría parecer a primera vista, ya que la estrategia de Dell ha sido recurrir a la subcontratación (outsourcing) para las actividades de investigación y desarrollo en el caso de los productos de margen bajo. Por último, la provisión de impuestos se incrementó ligeramente en 2005 como resultado del impuesto adicional pagado sobre 4 100 millones de dólares de utilidades repatriadas. La utilidad neta es 6.2% de las ventas.

El análisis porcentual de los balances de Dell aparece en la figura 1.9. La rentabilidad de Dell y su capacidad de administrar su balance eficientemente ha resultado en la generación de una cantidad considerable de efectivo, que se ha acumulado en cuentas de inversión tanto a corto como a largo plazo. Dell es una compañía muy líquida: 20.4% de sus activos son en efectivo, y las inversiones en valores comerciales constituyen otro 40.4% (21.8% + 18.6%) de los activos to-

Declaraciones de ingresos porcentuales de Dell

Figura 1.8

Balance porcentual	2005	2004	2003	2002	2001
Ingreso	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Costo del Ingreso	81.7	81.8	82.1	82.3	79.8
Margen bruto	18.3	18.2	17.9	17.7	20.2
Ventas, generales y administrativos	8.7	8.6	8.6	8.9	10.0
Investigación, desarrollo e ingeniería	0.9	1.1	1.3	1.5	1.5
Gastos de operación totales	9.7	9.7	9.9	10.4	11.5
Inversión y otro ingreso, netos	0.4	0.4	0.5	−1.7	1.3
Ingreso antes de impuestos sobre la renta	9.0	9.0	8.5	5.6	10.0
Provisión de impuestos sobre el ingreso	2.8	2.6	2.6	1.6	3.0
Utilidad neta	6.2	6.4	6.0	4.0	7.0

Balances porcentuales de Dell

Figura 1.9

	2005	2004
Efectivo y equivalentes de efectivo	20.4	22.4
Inversiones a corto plazo	21.8	4.3
Cuentas por cobrar, netas	19.0	18.8
Inventarios	2.0	1.7
Otros activos circulantes	9.5	7.9
Activos circulantes totales	72.8	55.1
Inmuebles, planta y equipo, netos	7.3	7.9
Inversiones	18.6	35.1
Otros activos no circulantes	1.3	2.0
Activos totales	100.0	100.0
Cuentas por pagar	38.3	37.9
Acumuladas y otras	22.6	18.5
Pasivos circulantes totales	60.9	56.4
Deuda a largo plazo	2.2	2.6
Otros pasivos no circulantes	9.0	8.4
Pasivos totales	72.1	67.5
Acciones ordinarias y capital en exceso del valor nominal	35.3	35.3
Acciones de tesorería	−46.3	−33.9
Utilidades retenidas	39.5	31.7
Otras	−0.5	−0.7
Capital total de los accionistas	27.9	32.5
Pasivos y capital totales	100.0	100.0

tales. Las cuentas por cobrar se incrementan a medida que una proporción cada vez más grande del negocio de Dell se deriva de productos corporativos, contrariamente al negocio en efectivo de computadoras personales. El proceso de fabricación más reducido de Dell se manifiesta en su bajo nivel de inventarios, 2% de los activos en 2005. Y a pesar de sus negocios como fabricante, Dell sólo reporta 7.3% de sus activos en inmuebles, planta y equipo (PPE: Property, plant, and equipment).

Aun cuando Dell describe sólo 2% de sus activos en inventarios, sus cuentas por pagar (por lo común vinculadas con la compra de inventarios) representan 38.3% de los pasivos y el capital totales. Ésta es una fuente de fondos económica, ya que por lo general no causa interés y contribuye tanto a la rentabilidad de Dell como a la generación de efectivo. Dell también está incrementando los pasivos acumulados, otra fuente de fondos económica. Por último, el exceso de efectivo generado por Dell, que no se ha acumulado en su cuenta de inversión, se ha utilizado para recomprar sus acciones ordinarias en circulación (bonos de tesorería).

Análisis de razones financieras

El **análisis de razones financieras** se encuentra entre las herramientas más populares y más ampliamente utilizadas del análisis financiero. Sin embargo, su función a menudo se malinterpreta y, en consecuencia, frecuentemente se exagera su importancia. Una razón expresa una relación matemática entre dos cantidades. Una razón de 200 a 100 se expresa como 2:1, o simplemente como 2. Aun cuando el cálculo de una razón es simplemente una operación aritmética, su interpretación es más compleja. Para que sea significativa, una razón se debe referir a una relación económicamente importante. Por ejemplo, hay una relación directa y crucial entre el precio de venta de un artículo y su costo. Como resultado, la razón entre el costo de los bienes vendidos y las ventas es importante. En contraste, no hay una relación obvia entre los costos de flete y el saldo de los valores comerciales. El ejemplo 1.4 pone de relieve este punto.

EJEMPLO 1.4

Considere la interpretación de la razón entre el consumo de gasolina y los kilómetros recorridos, al que se hace referencia como kilómetros por litro (kpl). Basándose en la razón del consumo de gasolina a los kilómetros recorridos, la persona X afirma que tiene un vehículo de desempeño superior, es decir, 12 kpl, en comparación con 8.5 kpl del vehículo de la persona Y. ¿El vehículo de la persona X es superior en cuanto a reducir al mínimo el consumo de gasolina? Para responder a esta pregunta, hay varios factores que afectan el consumo de gasolina y que requieren análisis antes de que sea posible interpretar estos resultados en la forma apropiada e identificar al vehículo de desempeño superior. Estos factores incluyen: 1) peso de la carga, 2) tipo de terreno, 3) si se conduce en la ciudad o en la carretera, 4) grado del combustible y 5) velocidad de viaje. Por muy numerosos que sean los factores que influyen en el consumo de gasolina, la evaluación de la razón del consumo de gasolina es un análisis más sencillo que la evaluación de las razones de estados financieros. Esto se debe a las interrelaciones de las variables de negocios y a la complejidad de los factores que las afectan.

Es necesario recordar que las razones son herramientas que permiten comprender las condiciones fundamentales. Son uno de los puntos de partida del análisis, no un punto final. Las razones, interpretadas en la forma apropiada, identifican las áreas que requieren una investigación más profunda. El análisis de una razón revela relaciones importantes y bases de comparación al descubrir condiciones y tendencias difíciles de detectar mediante una inspección de los componentes individuales que constituyen la razón. Aun así, al igual que otras herramientas de análisis, las razones usualmente son más útiles cuando están orientadas a futuro. Esto quiere decir que a menudo se ajustan los factores que afectan a una razón con respecto a su tendencia y magnitud futuras probables. También es necesario evaluar los factores que influyen potencialmente en las futuras razones. Por consiguiente, el provecho de las razones depende de la habilidad para aplicarlas e interpretarlas, y éste es el aspecto del análisis de razones que plantea el mayor reto.

Factores que afectan a las razones. Además de las actividades internas de operación que afectan las razones de una compañía, se debe estar consciente de los efectos de los acontecimientos económicos, los factores de la industria, las políticas administrativas y los métodos contables. En el examen del análisis contable más adelante en este libro se pone de relieve la influencia de estos factores sobre las razones de medición implícitas. Cualquier limitación en las mediciones contables tiene un efecto en la eficacia de las razones.

Antes de calcular las razones o medidas similares como índices de tendencias o relaciones del porcentaje, se utiliza el análisis contable para asegurarse de que los números que sustentan los cálculos de la razón sean apropiados. Por ejemplo, cuando se valúan inventarios utilizando LIFO (Last-in, first-out: últimas entradas, primeras salidas; véase el capítulo 4) y los precios están aumentando, la razón actual se subestima debido a que los inventarios LIFO (el numerador) se subestiman. De manera similar, ciertas obligaciones de arrendamiento a menudo no se registran y sólo se divulgan en las notas (véase el capítulo 3). Cuando se calculan razones como deuda a capital, por lo general se busca reconocer las obligaciones de arrendamiento. También es necesario recordar que la utilidad de las razones depende de la confiabilidad de los números. Cuando los controles internos de contabilidad de una compañía, u otros mecanismos de monitoreo y vigilancia son menos confiables para generar cifras creíbles, las razones resultantes son igualmente menos confiables.

ACUSACIONES DE LA SEC

La SEC ha acusado a numerosos individuos y compañías de fraude, malas prácticas, o ambos, en los informes financieros. El presidente de la SEC declaró: "Nuestro equipo seguirá erradicando los abusos en el proceso de informes financieros y seguirá actuando implacablemente en contra de éstos."

Interpretación de la razón. Las razones se deben interpretar con cuidado, debido a que los factores que afectan al numerador se pueden correlacionar con los que afectan al denominador. Por ejemplo, las compañías pueden mejorar la razón de sus gastos de operación a la de ventas reduciendo los costos que estimulan las ventas (como publicidad). Sin embargo, es probable que la reducción de estos tipos de costos produzca disminuciones a largo plazo en las ventas, o en la participación en el mercado. Por consiguiente, un mejoramiento aparentemente a corto plazo en la rentabilidad puede dañar las futuras perspectivas de una compañía. Esos cambios se deben interpretar en la forma apropiada. Muchas razones tienen importantes variables en común con otras razones. Por tanto, no es necesario calcular todas las razones posibles y analizar una situación. Las razones, lo mismo que la mayoría de las técnicas del análisis financiero, por separado carecen de importancia. Contrariamente, la interpretación resulta valiosa cuando se comparan con: 1) razones previas, 2) estándares predeterminados y 3) razones de los competidores. Por último, la variabilidad de una razón a través del tiempo a menudo es tan importante como su tendencia.

Ilustración del análisis de razones. Resulta posible calcular numerosas razones utilizando los estados financieros de una compañía. Algunas razones tienen una aplicación general en el análisis financiero, mientras que otras son únicas de circunstancias o industrias específicas. Esta sección presenta el análisis de la razón aplicado a tres áreas importantes del análisis de estados financieros.

1. **Análisis del crédito (riesgo)**
   a) **Liquidez.** Evaluar la capacidad de cumplir con obligaciones a corto plazo.
   b) **Estructura de capital y solvencia.** Evaluar la capacidad de cumplir con obligaciones a largo plazo.
2. **Análisis de la rentabilidad**
   a) **Rendimiento sobre la inversión.** Evaluar las recompensas financieras para los proveedores de financiamiento de capital y de deuda.
   b) **Desempeño de la operación.** Evaluar los márgenes de utilidad de las actividades de operación.
   c) **Utilización de activos.** Evaluar la eficiencia y la eficacia de los activos para generar ventas, también conocido como *rotación.*
3. **Valuación.**
   a) Estimar el valor intrínseco de una compañía (acciones).

La figura 1.10 presenta los resultados de algunas razones que son importantes para la mayoría de las compañías. Una lista más completa de las razones se encuentra en las contraportadas del libro. Los datos utilizados en esta figura se tomaron del informe anual de Dell en el apéndice A.

Figura 1.10 ***Razones de los estados financieros de Dell***

Liquidez

$$\text{Razón actual} = \frac{\text{Activos circulantes}}{\text{Pasivos circulantes}} = \frac{\$16\,897}{\$14\,136} = 1.20$$

$$\text{Razón de la prueba del ácido} = \frac{\text{Efectivo} + \text{Equivalentes de efectivo} + \text{Valores comerciables} + \text{Cuentas por cobrar}}{\text{Pasivos circulantes}}$$

$$= \frac{\$4\,747 + \$5\,060 + \$4\,414}{\$14\,136} = 1.01$$

$$\text{Periodo de cobranza} = \frac{\text{Promedio de cuentas por cobrar}}{\text{Ventas/360}} = \frac{4\,414 + \$3\,635/2}{\$49\,205/360} = 29.45 \text{ días}$$

$$\text{Días para vender el inventario} = \frac{\text{Inventario promedio}}{\text{Costo de las ventas/360}} = \frac{(\$459 + \$327)/2}{\$40\,190/360} = 3.52 \text{ días}$$

Estructura del capital y solvencia

$$\text{Deuda total a capital} = \frac{\text{Pasivos totales}}{\text{Capital de los accionistas}} = \frac{\$16\,730}{\$6\,485} = 2.58$$

$$\text{Deuda de largo plazo a capital} = \frac{\text{Pasivos a largo plazo}}{\text{Capital de los accionistas}} = \frac{(\$505 + \$2\,089)}{\$6\,485} = 0.40$$

$$\text{Razón de cobertura de intereses} = \frac{\text{Ingreso antes de impuestos y gastos de interés}}{\text{Gasto de interés}} = \frac{(\$4\,445 + \$16)}{\$16} = 278.8$$

Rendimiento sobre la inversión

$$\text{Rendimiento sobre los activos} = \frac{\text{Ingreso neto} + \text{Gastos de interés (1} - \text{Tasa de impuestos)}}{\text{Activos totales promedio}}$$

$$= \frac{(\$3\,043 + \$16(1 - 0.35))}{(\$23\,215 + \$19\,311)/2} = 14.36\%$$

$$\text{Rendimiento sobre el capital común} = \frac{\text{Utilidad neta}}{\text{Capital promedio de los accionistas}} = \frac{\$3\,043}{(\$6\,485 + \$6\,280)/2} = 47.7\%$$

Desempeño de la operación

$$\text{Margen de utilidad bruto} = \frac{\text{Ventas} - \text{Costo de las ventas}}{\text{Ventas}} = \frac{\$9\,015}{\$49\,205} = 18.32\%$$

$$\text{Margen de utilidad de la operación (antes de impuestos)} = \frac{\text{Ingreso de las operaciones}}{\text{Ventas}} = \frac{\$4\,254}{\$49\,205} = 8.65\%$$

$$\text{Margen de utilidad antes de impuestos} = \frac{\text{Utilidad antes de impuestos}}{\text{Ventas}} = \frac{\$4\,445}{\$49\,205} = 9.03\%$$

$$\text{Margen de utilidad neto} = \frac{\text{Utilidad neta}}{\text{Ventas}} = \frac{\$3\,043}{\$49\,205} = 6.18\%$$

(*continua*)

Razones de los estados financieros de Dell (continuación)

Utilización de activos

$$\text{Rotación de efectivo} = \frac{\text{Ventas}}{\text{Efectivo y equivalentes de efectivo promedio}} = \frac{\$49\,205}{(\$4\,747 + \$4\,317)/2} = 10.86$$

$$\text{Rotación de cuentas por cobrar} = \frac{\text{Ventas}}{\text{Cuentas por cobrar promedio}} = \frac{\$49\,205}{(\$4\,414 + \$3\,635)/2} = 12.23$$

$$\text{Rotación del inventario} = \frac{\text{Costo de los bienes vendidos}}{\text{Inventario promedio}} = \frac{\$40\,190}{(\$459 + \$327)/2} = 102.3$$

$$\text{Rotación del capital de trabajo} = \frac{\text{Ventas}}{\text{Capital de trabajo promedio}} = \frac{\$49\,205}{(\$16\,897 - \$14\,136) + (\$10\,633 - 10\,896)/2} = 39.4$$

$$\text{Rotación de PPE} = \frac{\text{Ventas}}{\text{PPE promedio}} = \frac{\$49\,205}{(\$1\,691 + \$1\,517)/2} = 30.68$$

$$\text{Rotación de activos totales} = \frac{\text{Ventas}}{\text{Activos promedio totales}} = \frac{\$49\,205}{(\$23\,215 + \$19\,311)/2} = 2.31$$

Medidas del mercado

$$\text{Razón precio-utilidades} = \frac{\text{Precio del mercado por acción}}{\text{Utilidades por acción}} = \frac{\$33.44}{\$1.21} = 27.6$$

$$\text{Rendimiento de las utilidades} = \frac{\text{Utilidades por acción}}{\text{Precio del mercado por acción}} = \frac{\$1.21}{\$33.44} = 3.62\%$$

$$\text{Rendimiento de dividendos} = \frac{\text{Dividendos en efectivo por acción}}{\text{Precio del mercado por acción}} = \text{N/A (no se pagaron dividendos)}$$

$$\text{Índice de pago de dividendos} = \frac{\text{Dividendos en efectivo pagados por acción}}{\text{Utilidades por acción}} = \text{N/A (no se pagaron dividendos)}$$

$$\text{Precio a valor en libros} = \frac{\text{Precio del mercado por acción}}{\text{Valor en libros por acción}} = \frac{\$33.44}{\$2.61} = 12.8$$

- **Análisis del crédito.** En primer lugar, uno se enfoca en la *liquidez*. Una razón importante de la liquidez es la *razón actual*, es decir, los activos circulantes disponibles para satisfacer los pasivos circulantes. La razón actual de Dell de 1.20 implica que hay 1.20 dólares de activos circulantes disponibles para cumplir con cada 1 dólar de obligaciones que vencen actualmente. Una prueba más estricta de la liquidez a corto lazo, basada en la razón de la *prueba del ácido*, utiliza sólo los activos circulantes más líquidos (efectivo, inversiones a corto plazo y cuentas por cobrar). Dell tiene 1.01 dólares de activos líquidos para cubrir cada 1 dólar de pasivos circulantes. Estas dos razones sugieren una situación de liquidez adecuada en Dell. Aun así, se necesita más información para llegar a conclusiones definitivas acerca de la liquidez. Un ejemplo de información adicional útil para evaluar la liquidez es el tiempo necesario para la conversión de las cuentas por cobrar y los inventarios en efectivo. El *periodo de cobranza* de Dell para las cuentas por cobrar es de 29 días aproximadamente. Además, hay alrededor de 3.5 días entre la producción y la venta de inventarios, un nivel extraordinariamente bajo de ventas del día en inventarios, lo que refleja la fabricación sobre pedido de Dell (en vez de fabricar conforme a una demanda pronosticada y almacenar el exceso de inventario) y los reducidos procesos de fabricación (por ejemplo, pocos inventarios de materia prima y de trabajo en proceso). Estas cifras implican un ciclo de operación (efectivo-a-efectivo) de 33 (29 + 4) días. Los resultados de este análisis de liquidez preliminar sugieren que la fabricación reducida y el periodo de cobranza de cuentas por cobrar relativamente

corto de Dell han resultado en un nivel importante de liquidez. Aun cuando la razón actual de 1.20 no es particularmente elevada, no hay por qué preocuparse demasiado ya que 30% de los activos circulantes de Dell están invertidos en valores comerciales que proporcionan una considerable fuente de liquidez.

En segundo lugar, para evaluar la estructura de financiamiento y el riesgo de crédito de Dell, se examina la *estructura de capital y la solvencia*. La *razón de deuda total a capital* de 2.58 indica que por cada 1 dólar de financiamiento de capital, los acreedores proporcionan otros 2.58 dólares de financiamiento. La *razón entre deuda a largo plazo y capital* es 0.40, lo que indica que hay 0.40 dólar de financiamiento del acreedor a largo plazo por cada 1 dólar de financiamiento de capital. Estas dos cifras no son elevadas y no indican ningún grado de riesgo de solvencia para Dell. La razón de las veces que se han cubierto los gastos por intereses señala que las utilidades de Dell en 2005 equivalen a 279 veces el monto de sus compromisos fijos (con interés). Esta razón indica que Dell no tendrá ningún problema para cumplir con esos compromisos de cargo fijo. En resumen, el riesgo de la solvencia de Dell es bastante bajo.

DISPARADOR DE LA DEUDA

Las obligaciones de pensión infladas y las bajas utilidades de GM resultaron en una disminución en la calificación de su deuda de 300 000 millones de dólares. Esto refleja una elevada probabilidad de incumplimiento. Las disminuciones en la calificación de la deuda por lo común resultan en tasas de interés más elevadas para el deudor y pueden provocar un incumplimiento de bonos.

- **Análisis de la rentabilidad.** Se comienza evaluando diferentes aspectos del *rendimiento sobre la inversión*. El *rendimiento sobre activos totales* de Dell de 14.36% implica que 1 dólar de inversión en activos genera 0.1436 dólar de utilidades anuales antes de restar el interés posterior a los impuestos. Puesto que los tenedores de capital están particularmente interesados en la administración del desempeño basándose en el financiamiento de capital, también se estudia el rendimiento sobre el capital. El *rendimiento sobre el capital común* de Dell, 47.7%, sugiere que gana 0.477 dólar anualmente por cada dólar contribuido por los accionistas. Estas dos razones son significativamente más elevadas que el promedio de las compañías que cotizan en mercados de valores, alrededor de 7 y 12%, respectivamente.

Otra parte del análisis de rentabilidad es la evaluación de las razones del *desempeño de la operación,* que por lo común vinculan las partidas en el renglón del estado de resultados con las ventas. Muchas de estas razones son comparables con los resultados del análisis porcentual del estado de resultados. Todas las razones del desempeño de la operación para Dell en la figura 1.10 reflejan un notable desempeño de la operación en medio de un ambiente altamente competitivo. El margen de utilidad bruta de Dell de sólo 18.3% refleja la intensa competencia de precios en la industria de computadoras. Su margen de utilidad de la operación de 8.65% se compara favorablemente con el porcentaje promedio de 5.5% de las compañías que cotizan en mercados de valores y refleja el bajo nivel de gastos de operación de la compañía. Por último, el margen de utilidad neto de Dell de 6.18% es superior al promedio. En suma, la capacidad de Dell de administrar sus gastos generales (SG&A: Selling, general and administrative expenses: Gastos de venta, generales y administrativos), ha permitido que logre niveles de rentabilidad superiores al promedio dentro de un ambiente altamente competitivo.

El análisis de la *utilización de activos* está estrechamente vinculado con el análisis de la rentabilidad. Las razones de utilización de activos, que relacionan las ventas con diferentes categorías de activos, son factores determinantes importantes del rendimiento sobre la inversión. En el caso de Dell, estas razones indican un desempeño superior. Por ejemplo, la rotación total de activos de Dell de 2.31 es casi el doble del promedio de 1.21 para todas las compañías que cotizan en mercados de valores. Esto es particularmente notable si se considera que 40% de los activos de Dell están invertidos en valores comerciales (su rotación de activos de la operación es considerablemente mayor que la de los activos totales).

Dell es famosa por la administración de su capital de trabajo. Cobra rápidamente sus cuentas por cobrar, tiene una inversión relativamente reducida en inventarios y utiliza el capital de sus proveedores para fondear toda su inversión en cuentas por cobrar e inventarios. Con frecuencia se ha citado a Dell como una de las mejores compañías en la administración del capital de trabajo, una distinción que se confirma claramente en las razones señaladas anteriormente.

- **Valuación.** La figura 1.10 también incluye cinco medidas del mercado. La razón precio a utilidades de 27.6 y la razón precio a valor en libros de 12.8 de Dell son elevadas y reflejan la percepción del mercado de que Dell tiene un desempeño sólido. Dell no paga dividendos, prefiere reinvertir su efectivo en su negocio en vez de distribuir ese efectivo entre los inversionistas. El hecho de que no pague dividendos no ha sido un factor que influya en el precio de sus acciones.

El análisis de razones ofrece mucha información valiosa, como es evidente en el análisis preliminar de Dell. Sin embargo, se debe tener presente que estos cálculos se basan en las cifras dadas a conocer en los estados financieros de Dell. En este libro se hace hincapié en que la capacidad de obtener conocimientos útiles y hacer comparaciones válidas entre compañías aumenta mediante el ajuste que se hace a las cifras indicadas antes de incluirlas en estos análisis. También se debe tener presente que el análisis de razones es sólo una parte del análisis financiero. Un analista debe ahondar para comprender los factores fundamentales que operan sobre las razones, así como para integrar de manera eficiente las diferentes razones con el fin de evaluar la posición y el desempeño financieros de una compañía.

Análisis del flujo de efectivo

El **análisis del flujo de efectivo** se utiliza primordialmente como una herramienta para evaluar las fuentes y las utilizaciones de los fondos. El análisis del flujo de efectivo ofrece una comprensión de la forma en la cual una compañía está obteniendo su financiamiento y utilizando sus recursos. También se utiliza en el pronóstico de los flujos de efectivo y como parte del análisis de la liquidez.

La declaración de los flujos de efectivo de Dell en el apéndice A es un comienzo útil para el análisis de los flujos de efectivo. Muestra que Dell generó 5310 millones de dólares a partir de sus actividades de operación. Después utilizó 2317 millones en actividades de inversión, principalmente para la compra de valores comerciables. El exceso restante del flujo de efectivo de la operación se utilizó principalmente para la recompra de acciones ordinarias, y Dell dio a conocer flujos de salida de efectivo netos de 3128 millones, relacionados con las actividades de financiamiento. El neteo de los flujos de entrada y de salida de efectivo, y tomando en consideración un incremento de 565 millones en el efectivo señalado proveniente de las fluctuaciones en los tipos de cambio, resulta en un incremento neto de 430 millones de dólares de efectivo. Este análisis preliminar muestra que Dell tenía considerables flujos de entrada de efectivo resultantes de sus actividades de operación que se han utilizado en gran parte para nuevas actividades de inversión y para la recompra de acciones ordinarias.

Aun cuando este sencillo análisis de la declaración de flujos de efectivo ofrece mucha información acerca de las fuentes y las utilizaciones de fondos, es importante analizar los flujos de efectivo con más detalle. Por ejemplo, los flujos de efectivo de la operación tuvieron un incremento de 249 millones de dólares debido a los beneficios de impuestos relacionados con el ejercicio de las opciones de acciones de los empleados. ¿Qué tan confiable es esta fuente de efectivo? Asimismo, aun cuando Dell invirtió 525 millones en gastos de capital, ¿qué porción de esta cantidad es simple mantenimiento del capital y qué porción es una inversión en oportunidades de futuro crecimiento? Estos tipos de preguntas sólo es posible contestarlas mediante un análisis detallado de la declaración de los flujos de efectivo, junto con un conocimiento del ambiente y las estrategias de negocios de una compañía. En los capítulos 7 y 9 se vuelven a tratar estas preguntas y se explica el análisis de los flujos de efectivo.

Modelos de valuación

La valuación es un resultado importante de muchos tipos de análisis de negocios y de estados financieros. La **valuación** por lo común se refiere a estimar el valor intrínseco de una compañía o de sus acciones. La base de la valuación es la **teoría del valor presente**. Esta teoría establece que el valor de un valor de deuda o de capital (o para el caso, de cualquier activo) es igual a la suma de todos los pagos futuros esperados provenientes del valor que se descuentan del presente a una *tasa de descuento* apropiada. La teoría del valor presente utiliza el concepto del *valor del dinero en cuanto al tiempo,* es decir, simplemente expresa que una compañía prefiere el consumo presente al consumo futuro. Por tanto, para valuar un valor, un inversionista necesita dos tipos de información: 1) los pagos futuros esperados a lo largo de la vida del valor y 2) una tasa de descuento. Por ejemplo, los futuros pagos de bonos son pagos de principal e interés. Los futuros pagos de acciones son dividendos y apreciación del capital. La tasa de descuento en el caso de un bono es la tasa de interés prevaleciente (o dicho con mayor precisión, el *rendimiento al vencimiento*), mientras que en el caso de las acciones, es el *costo del capital* ajustado al riesgo (también llamado *índice de rendimiento esperado*).

MALOS TRATOS CON LAS IPO

Recientemente se ha investigado a las instituciones de banca de inversión por supuestamente vender acciones de IPO con mucha demanda a ejecutivos favorecidos para reducir más el número de tratos de la banca de inversión, en vez de venderlas a las personas que ofrecen más en las licitaciones.

Esta sección se inicia con una exposición de las técnicas de valuación según se aplican a los valores de deuda. A causa de su simplicidad, la valuación de la deuda proporciona un escenario ideal para captar los conceptos clave de la valuación. Después se concluye la sección con el examen de la valuación del capital.

Valuación de la deuda

El valor de un valor es igual al valor presente de sus futuros pagos, descontado a una tasa apropiada. Los futuros pagos de un valor de deuda son los pagos del interés y el principal. Un contrato de bonos especifica con precisión sus futuros pagos, junto con el horizonte de inversión. El valor de un bono en el tiempo t, o Bt, se calcula utilizando la siguiente fórmula:

$$B_t = \frac{I_{t+1}}{(1+r)^1} + \frac{I_{t+2}}{(1+r)^2} + \frac{I_{t+3}}{(1+r)^3} + \cdots + \frac{I_{t+n}}{(1+r)^n} + \frac{F}{(1+r)^n}$$

FONDOS MUTUALISTAS
La industria de fondos mutualistas tiene más de 6 billones de dólares en capital, bonos y fondos del mercado de dinero.

donde I_{t+n} es el pago de interés en el periodo $t + n$, F es el pago del principal (por lo común el valor nominal de la deuda) y r es la tasa de interés requerida del inversionista, o rendimiento al vencimiento. Cuando se valúan bonos, se determina el rendimiento esperado (o deseado) basándose en factores como las tasas de interés actuales, la inflación esperada y el riesgo de incumplimiento. El ejemplo 1.5 ofrece una explicación de la valuación de la deuda.

EJEMPLO 1.5

El 1 de enero del año 1, una compañía emite 100 dólares de bonos a ocho años con un pago de interés (cupón) a finales del año de 8% anual. El 1 de enero del año 6, se solicita el cálculo del valor de este bono cuando el rendimiento al vencimiento de esos bonos es de 6% anual.

Solución: Estos bonos se redimirán el 31 de diciembre del año 8. Esto significa que el término restante para el vencimiento es de tres años. El pago de interés a finales de cada año sobre estos bonos es 8 dólares, calculado como 8% × 100 dólares y al final del año 8 el pago del principal es de 100 dólares. El valor de estos bonos al 1 de enero del año 6 se calcula como:

$$8 \text{ dls.}/(1.06) + 8 \text{ dls.}/(1.06)^2 + 8 \text{ dls.}/(1.06)^3 + 100 \text{ dls.}/(1.06)^3 = 105.35 \text{ dólares}$$

Valuación del capital

Base de la valuación del capital. La base de la valuación del capital, lo mismo que en el caso de la valuación de la deuda, es el valor presente de los pagos futuros descontados a una tasa apropiada. Sin embargo, la valuación del capital es más compleja que la valuación de la deuda. Esto se debe a que, en el caso de un bono, se especifican los pagos futuros. Con el capital, el inversionista no tiene ninguna reclamación sobre pagos predeterminados. En vez de esto, el inversionista de capital busca dos pagos principales de dividendos (inciertos) y la apreciación del capital. Puesto que la apreciación del capital denota un cambio en el valor del capital, que a su vez está determinado por los futuros dividendos, es posible simplificar esta tarea para afirmar que el valor de un valor de capital en el tiempo t, o V_t, es igual a la suma de los valores presentes de todos los dividendos futuros esperados:

DETERMINACIÓN DECIMAL DE PRECIOS
Durante largo tiempo, Wall Street contó el dinero en las mismas unidades que utilizaban los piratas del siglo XVII, partes de ocho. Pero la determinación de precios fraccionaria —precios de acciones en octavos, dieciseisavos y los ocasionales treintaidosavos de dólares— siguió el camino de los doblones españoles; en la actualidad, los mercados de acciones y opciones utilizan la determinación de precios decimal.

$$V_t = \frac{E(D_{t+1})}{(1+k)^1} + \frac{E(D_{t+2})}{(1+k)^2} + \frac{E(D_{t+3})}{(1+k)^3} + \cdots$$

donde D_{t+n} es el dividendo en el periodo $t + n$ y k es el costo del capital. Este modelo se conoce como **modelo de descuento de dividendos.** Esta fórmula de valuación del capital es en términos de los dividendos *esperados,* en vez que de los dividendos *actuales.* Se emplean las expectativas en vez de los dividendos reales porque, a diferencia de los repagos de interés y principal en el caso de un bono, los futuros dividendos no se especifican ni se pueden determinar con certeza. Esto quiere decir que se deben utilizar pronósticos de los futuros dividendos en el análisis para llegar a un estimado del valor.

Como alternativa, se podría definir el valor como el valor presente de los futuros flujos de efectivo. Esta definición es problemática por al menos dos razones. En primer lugar, el término *flujos de efectivo* es vago. Hay muchos tipos diferentes de flujos de efectivo: flujos de efectivo de la operación, flujos de efectivo de inversión, flujos de efectivo del financiamiento y flujos de efectivo netos (el cambio en el saldo de efectivo). Por consiguiente, ¿qué tipo de flujos de efectivo se debe utilizar? En segundo lugar, aunque sea posible reescribir la fórmula de valuación del capital en términos de un tipo de flujos de efectivo, llamados *flujos libres de efectivo,* es incorrecto definir el valor en términos de flujos de efectivo. Esto se debe a que los dividendos son los pagos reales al capital de los inversionistas y, por tanto, el único atributo apropiado de la valuación. Cualquier otra fórmula es simplemente una forma derivada de esta fórmula fundamental. Aun cuando la fórmula del flujo libre de efectivo es exacta desde un punto de vista técnico, simplemente es una fórmula derivada de entre varias. También es posible derivar una fórmula de valuación exacta utilizando variables contables independientes de los flujos de efectivo.

Consideraciones prácticas en la valuación. El modelo de descuento de dividendos tiene que ver con obstáculos prácticos. Uno de los problemas principales es el del horizonte infinito. Las técnicas de valuación prácticas deben calcular el valor utilizando un pronóstico de un horizonte finito. Sin embargo, el pronóstico de dividendos es difícil en un horizonte finito. Esto se debe a que los pagos de dividendos son discrecionales, y a que diferentes compañías adoptan diferentes políticas de pago de dividendos. Por ejemplo, algunas compañías prefieren pagar una gran porción de las utilidades como dividendos, mientras que otras deciden reinvertir las utilidades. Esto quiere decir que los pagos reales de dividendos no son indicativos del valor de la compañía, excepto a muy largo plazo. El resultado es que los modelos de valuación a menudo reemplazan los dividendos con las utilidades o los flujos de efectivo. Esta sección introduce dos de esos modelos de valuación: el modelo del flujo libre de efectivo y el modelo del ingreso residual.

El **modelo del flujo libre de efectivo a capital** calcula el valor del capital en el tiempo t, reemplazando los dividendos esperados con flujos libres de efectivo esperados a capital:

$$V_t = \frac{E(FCFE_{t+1})}{(1+k)^1} + \frac{E(FCFE_{t+2})}{(1+k)^2} + \frac{E(FCFE_{t+3})}{(1+k)^3} + \cdots$$

donde $FCFE_{t+n}$ es el flujo libre de efectivo a capital (Free cash flow to equity) en el periodo $t + n$, y k es el costo del capital. Los *flujos libres de efectivo a capital* se definen como flujos de efectivo de las operaciones menos gastos de capital más incrementos (o menos disminuciones) en la deuda. De igual manera, son flujos de efectivo que están libres para pagarse a los inversionistas de capital y, por consiguiente, son una medida apropiada de los pagos de capital a los inversionistas.

Los flujos libres de efectivo también se pueden definir para *toda* la empresa. De manera específica, los flujos libres de efectivo a la empresa (o simplemente *flujos libres de efectivo*) son iguales a los flujos de efectivo de la operación (ajustados respecto al gasto de interés y el ingreso menos las inversiones en activos de la operación. De manera que el valor de toda la empresa es igual a los flujos libres de efectivo esperados a futuro descontados utilizado el costo promedio ponderado del capital. (Observe que el valor del capital es igual al valor de toda la empresa menos el valor de la deuda.)

El **modelo del ingreso residual** calcula el valor utilizando variables contables. Define el valor del capital en el tiempo t como la suma del valor actual en libros y el valor presente de todo el ingreso residual futuro esperado:

$$V_t = BV_t + \frac{E(RI_{t+1})}{(1+k)^1} + \frac{E(RI_{t+2})}{(1+k)^2} + \frac{E(RI_{t+3})}{(1+k)^3} + \cdots$$

donde BV_t es el valor en libros al final del periodo t, RI_{t+n} es el ingreso residual en el periodo $t + n$, y k es el costo del capital. El **ingreso residual** en el tiempo t se define como la utilidad neta total menos un cargo sobre el valor en libros inicial, es decir, $RI_t = NI_t - (k \times BV_{t-1})$.

Aun cuando estos dos modelos superan algunos de los problemas que surgen al utilizar dividendos, todavía se definen en términos de un horizonte infinito. Para derivar el valor utilizando un horizonte finito (por ejemplo, 5 o 10 años), es necesario reemplazar el valor presente de los

futuros dividendos más allá de una fecha futura particular estimando el **valor continuo** (también llamado **valor terminal**). A diferencia de los pronósticos de los pagos para el periodo finito que a menudo se derivan utilizando un análisis prospectivo detallado, un pronóstico del valor continuo por lo común se basa en simplificar las suposiciones de crecimiento en los pagos. Aun cuando el pronóstico del valor continuo a menudo es una considerable fuente de errores, es necesario estimarlo en la valuación del capital.

Obsérvese que los tres modelos —descuento de dividendos, flujo libre de efectivo a capital, e ingreso residual— son idénticos y exactos en un horizonte infinito. Por consiguiente, la elección de un modelo de valuación se basa en consideraciones prácticas en un escenario de horizonte finito. Además, un criterio importante es elegir un modelo de valuación menos dependiente del valor continuo. Aun cuando los modelos de flujo libre de efectivo a capital y de descuento de dividendos funcionan bien bajo ciertas circunstancias en horizontes finitos, el modelo del ingreso residual por lo común los supera a ambos. El ejemplo 1.6 muestra la mecánica de la aplicación del modelo de descuento de dividendos, el modelo del flujo libre de efectivo a capital y el modelo del ingreso residual. Sin embargo, una comprensión completa de estos modelos de valuación, de las implica-

EJEMPLO 1.6

A finales del año 2004, Pitbull Co. posee 51% del capital de Labrador, una compañía financiada totalmente con capital. Mediante un contrato con los accionistas de Labrador, Pitbull conviene en adquirir 49% restante de las acciones de Labrador a finales de 2009, a un precio de 25 dólares por acción. Labrador también conviene en mantener dividendos anuales en efectivo de 1 dólar por acción hasta 2009. Un analista hace las siguientes proyecciones para Labrador:

(en dólares por acción)	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Dividendos	—	$1.00	$1.00	$1.00	$1.00	$1.00
Flujos de efectivo de la operación	—	1.25	1.50	1.50	2.00	2.25
Gastos de capital	—	—	—	1.00	1.00	—
Incremento (disminución) en la deuda a largo plazo	—	(0.25)	(0.50)	0.50	—	(1.25)
Ingreso neto	—	1.20	1.30	1.40	1.50	1.65
Valor en libros	$5.00	—	—	—	—	—

En esa misma época (finales del año 2004), se desea calcular el valor intrínseco del 40% restante de las acciones de Labrador utilizando los modelos de valuación alternativos (suponiendo un costo de capital de 10%).

Solución: Puesto que Pitbull adquirirá Labrador a finales de 2009 a un precio de 25 dólares por acción, se determina el valor terminal, y esto evita la tarea de estimar el valor continuo (o terminal). Utilizando el **modelo de descuento de dividendos**, se determina el valor intrínseco a finales de 2004 como:

$$\text{Valor intrínseco} = \frac{\$1}{(1.1)^1} + \frac{\$1}{(1.1)^2} + \frac{\$1}{(1.1)^3} + \frac{\$1}{(1.1)^4} + \frac{\$1}{(1.1)^5} + \frac{\$25}{(1.1)^5} = 19.31$$

A continuación, para aplicar el flujo libre de efectivo al modelo de capital, se calculan las siguientes cantidades para Labrador:

	(en dólares por acción)	2005	2006	2007	2008	2009
	Flujos de efectivo de la operación*	$1.25	$1.50	$1.50	$2.00	$2.25
−	Gastos de capital*	—	—	(1.00)	(1.00)	—
+/−	Incremento (disminución) de la deuda	(0.25)	(0.50)	0.50	—	(1.25)
=	Libre flujo de efectivo a capital	$1.00	$1.00	$1.00	$1.00	$1.00

*Las cantidades se tomaron de las proyecciones del analista.

El exceso de flujos de efectivo no necesario para el pago de dividendos se utiliza para reducir la deuda a largo plazo. De esta manera, los flujos libres de efectivo a capital son los flujos de efectivo disponibles para pagar el requerimiento de dividendos de 1 dólar. Después, utilizando los flujos libres de efectivo al modelo del capital, se determina el valor de la empresa como:

$$\text{Valor del FCFE} = \frac{\$1}{(1.1)^1} + \frac{\$1}{(1.1)^2} + \frac{\$1}{(1.1)^3} + \frac{\$1}{(1.1)^4} + \frac{\$1}{(1.1)^5} + \frac{\$25}{(1.1)^5} = 19.31$$

El modelo de flujos libres de efectivo a capital valora los flujos de efectivo generados por la empresa, no importan si se pagan o no como dividendos.

Por último, para aplicar el modelo del ingreso residual, se calculan las siguientes cantidades para Labrador:

(en dólares por acción)	**2005**	**2006**	**2007**	**2008**	**2009**
Ingreso neto*	$1.20	$1.30	$1.40	$1.50	$ 1.65
− Cargo de capital (10% del valor en libros inicial*)	(0.50)	(0.52)	(0.55)	(0.59)	(0.64)
= Ingreso residual	$0.70	$0.78	$0.85	$0.91	$ 1.01
+ Ganancia sobre la venta a Pitbull (valor terminal)					$17.95†

*Las cantidades se tomaron de las proyecciones del analista.
†25 dólares – 7.05 dólares.

Utilizando el **modelo del ingreso residual**, se calcula el valor intrínseco a finales del año 2004 como:

$$\text{Valor intrínseco} = \$5.00 + \frac{\$0.70}{(1.1)^1} + \frac{\$0.78}{(1.1)^2} + \frac{\$0.85}{(1.1)^3} + \frac{\$0.91}{(1.1)^4} + \frac{\$1.01}{(1.1)^5} + \frac{\$17.95}{(1.1)^5} = \$19.31$$

Los tres modelos dan como resultado el mismo valor intrínseco.

ciones de los horizontes finitos, así como de las consideraciones prácticas de modelos alternativos está más allá del ámbito de este capítulo. Estos temas se vuelven a tratar en el capítulo 11.

El análisis en un mercado eficiente

Esta sección explica la eficiencia de los mercados y las implicaciones para el análisis de los estados financieros.

Eficiencia del mercado

La **hipótesis del mercado eficiente**, o EMH (Efficient Market Hypothesis) para abreviar, se refiere a la reacción de los precios del mercado a la información financiera y de otro tipo. Hay tres formas comunes de EMH. La *forma débil* de la EMH asevera que los precios reflejan totalmente la información contenida en los movimientos históricos del precio. La *forma semifuerte* de la EMH asevera que los precios reflejan totalmente toda la información disponible para el público. La *forma fuerte* de la EMH asevera que los precios reflejan *toda* la información, incluida la información interna. Hay una considerable investigación sobre la EMH. Las primeras pruebas respaldaban sólidamente tanto a la forma débil como a la fuerte de la EMH, que la eficiencia de los mercados de capital se convirtió en una hipótesis generalmente aceptada. Sin embargo, la investigación más reciente pone en duda el carácter general de la EMH. Se han descubierto varias anomalías en el precio de las acciones que sugieren que los inversionistas pueden ganar rendimientos excesivos utilizando simples estrategias de intermediación. No obstante, como una primera aproximación, el precio actual de las acciones es un estimado razonable del valor de la compañía.

VENCIENDO LAS PROBABILIDADES/ PRONÓSTICOS (EN EL FUTBOL)

Un artículo aparecido en el *Journal of Business* analiza la eficiencia del mercado de las apuestas en el futbol americano profesional. Se aplican pruebas de eficiencia a los movimientos en las diferencias de puntos. Los resultados muestran que es posible ganar algún dinero adoptando una estrategia contraria, es decir, esperar hasta el último minuto y después apostar contra los cambios en la diferencia de puntos. Pero esta estrategia sólo es marginalmente rentable después de tomar en cuenta la comisión de los casinos. Es decir, el mercado de apuestas de futbol americano es ineficiente, pero no lo suficiente para que los inversionistas puedan aprovechar sus ineficiencias.

Implicaciones de la eficiencia del mercado para el análisis

La EMH supone la existencia de analistas competentes y bien informados que utilizan herramientas de análisis como las que se describen en este libro. También asume que los analistas evalúan continuamente el flujo de información que llega al mercado y que actúan conforme a ella. Los defensores asiduos de la EMH afirman que si toda la información se refleja al instante en los precios, los intentos de cosechar recompensas consistentes por medio del análisis de los estados financieros son en vano. Esta posición extrema presenta una paradoja. Por un lado, se supone que los analistas de estados financieros son capaces de mantener eficientes a los mercados, y sin

Investigación del análisis

■■■■■■■ ¿ES EFICIENTE EL MERCADO DE CAPITALES?

La hipótesis de los mercados eficientes (EMH) ha impulsado muchas estrategias de inversión durante las tres últimas décadas. Aun cuando Wall Street no ha adoptado la EMH en una forma tan entusiasta como la comunidad académica, ha ganado muchos creyentes. Aunque nadie afirma que los mercados son eficientes en una *forma fuerte,* hay una gran cantidad de pruebas que sugieren que los mercados accionarios (por lo menos en Estados Unidos) son eficientes tanto en *forma débil* como en *forma semifuerte.* Es decir, los precios de las acciones no están correlacionados en forma seriada, lo que significa que no hay patrones predecibles en los precios. Los mercados accionarios evidentemente responden con rapidez a la información, como anuncios de utilidades y cambios en los dividendos. Los mercados también filtran la información, lo que hace difícil el engañar al mercado con cambios falsos en la contabilidad. Por ejemplo, los mercados parecen comprender las implicaciones de las elecciones contables alternativas, como LIFO y FIFO (First-in, first-out: primeras entradas, primeras salidas). Probablemente la prueba más firme en favor de la eficiencia de los mercados es el desconsolador desempeño de los administradores de inversiones. La mayoría de los fondos de inversión tienen un desempeño inferior al de índices del mercado como el S&P 500. Además, incluso aquellos adm-nistradores cuyo desempeño es superior a los de los índices muestran muy poca constancia a lo largo del tiempo. Un testimonio adicional de que Wall Street ha adoptado la EMH es la popularidad de las estrategias de *comprar y retener* (que supone que usted no puede medir el tiempo del mercado) y la de la *indización* (que supone que usted no puede identificar a las acciones ganadoras).

Aun así, hay una creciente evidencia que sugiere que el mercado no es tan eficiente como se supone. Este testimonio de la eficiencia del mercado, llamada *anomalías* por los creyentes en la EMH, empezó a salir a la superficie durante la última década. Considérense algunos de los fragmentos de evidencia más intrigantes. En primer lugar, los mercados accionarios exhiben cierta *forma débil de ineficiencia.* Por ejemplo, el mercado manifiesta patrones sistemáticos de "calendario". El bien conocido *efecto de enero*, que se caracteriza porque los precios de las acciones (en particular las de pequeñas compañías) se incrementan en forma anormal en el mes de enero, es el ejemplo más conocido. Otro ejemplo es que el rendimiento promedio sobre el Promedio Industrial Dow Jones durante el semestre de noviembre a abril, es más de cuatro veces mayor que el rendimiento para el otro semestre. Otro ejemplo más es que los rendimientos de las acciones muestran patrones basados en los días de la semana —el lunes es el peor día, mientras que el miércoles y el viernes son los mejores. En segundo lugar, hay pruebas de una *ineficiencia de forma semifuerte.* La anomalía P/E (Pprice-to-earnings: razón precio a utilidades) y los efectos de la razón entre el precio y el valor en libros (cuando las acciones con razones bajas de precio a utilidades o de precio a valor en libros superan el desempeño de aquéllas con razones elevadas) sugieren el potencial de las estrategias para vencer al mercado basadas en el valor. De igual manera, hay varias anomalías del mercado basadas en la contabilidad. La más conocida es la tendencia posterior al anuncio de las utilidades, en la que los precios de las acciones de compañías con utilidades buenas (o malas) siguen subiendo (o bajando) meses después del anuncio de las utilidades. Los indicios recientes también sugieren que los administradores podrían "engañar" al mercado con manipulaciones de acumulación; una estrategia de comprar acciones con bajas acumulaciones y vender acciones con acumulaciones elevadas vence al mercado. Además, la evidencia sugiere que el modelo de valuación del ingreso residual puede identificar las acciones sobrevaluadas o subvaluadas (así como la sobrevaluación y la subvaluación del mercado en conjunto). Las pruebas también sugieren que las estrategias de inversión utilizando un consenso de calificaciones de analistas pueden vencer al mercado.

Estos descubrimientos de la ineficiencia del mercado dan origen a un paradigma alternativo, llamado *finanzas conductuales*, que sugiere que los mercados están propensos a padecer irracionalidades y emociones. Aun cuando la proliferación de la evidencia que sugiere ineficiencia no necesariamente significa que los mercados sean irracionales y caóticos, sí sugiere que la fe ciega en la eficiencia de los mercados está fuera de lugar.

embargo, se supone que esos mismos analistas son incapaces de ganar un exceso de rendimientos mediante sus esfuerzos. Además, si los analistas suponen que sus esfuerzos a este respecto son inútiles, entonces cesa la eficiencia del mercado.

Hay varios factores que podrían explicar esta evidente paradoja. El principal de ellos es que la EMH se basa en una conducta colectiva, más que individual, del inversionista. El centrarse en la conducta colectiva subraya el desempeño promedio e ignora u oculta el desempeño individual basado en la capacidad, la determinación y el ingenio, así como una capacidad individual superior de elegir el momento oportuno para actuar conforme a la información. La mayoría cree que la información pertinente viaja con rapidez, alentada por la magnitud de lo que está en juego en el aspecto financiero. La mayoría también cree que los mercados son procesadores rápidos de la información. De hecho, se argumenta que la rapidez y la eficiencia del mercado son evidencia del trabajo de los analistas, motivados por las recompensas personales.

La supuesta implicación de la EMH concerniente a la inutilidad del análisis de estados financieros no reconoce una diferencia esencial entre la información y la interpretación apropiada de ésta. Es decir, incluso si toda la información disponible en un punto determinado en el tiempo se incorpora en el precio, ese precio no necesariamente refleja valor. Un valor puede estar sobrevaluado o subvaluado, dependiendo del grado de la interpretación incorrecta, o de la evaluación errónea de la información disponible por parte del mercado total. La eficiencia del mercado depende no sólo de la disponibilidad de la información, sino también de la interpretación correcta. El análisis de estados financieros es complejo y exigente. La variedad de usuarios de estados financieros varía desde un analista institucional que sólo se concentra en unas cuantas compañías de una industria, hasta un simple seguidor de rumores. Todos actúan conforme a la información, pero no con la misma profundidad y competencia. Un análisis competente de la información que llega al mercado requiere un conocimiento analítico sólido y un mosaico de información —uno que ajuste la nueva información para ayudar en la evaluación e interpretación de la posición y el desempeño financieros de una compañía–. No todos los individuos poseen la capacidad y la determinación para dedicar sus esfuerzos y recursos a la creación de un mosaico de información. Asimismo, el momento oportuno es decisivo en el mercado.

VENTA POR DEBAJO DEL VALOR (VENTAS EN CORTO)
Un vendedor de acciones por debajo de su valor vende acciones que son prestadas, ya sea de un inversionista institucional o de una empresa de corretaje de menudeo, y después espera reemplazar esas acciones prestadas a un precio más bajo, guardándose la diferencia.

El movimiento de la nueva información, así como su interpretación apropiada, fluye del segmento de usuarios bien informado y capacitado hacia los usuarios ineficientes y menos informados. Esto es congruente con un patrón gradual de procesamiento de la nueva información. Los recursos necesarios para el análisis competente de una compañía son considerables e implican que ciertos segmentos del mercado son más eficientes que otros. Los mercados de valores para las grandes compañías son más eficientes (informados) a causa de un mayor seguimiento por parte de los analistas debido a las recompensas potenciales derivadas de la investigación y el análisis de la información, en comparación con el seguimiento de compañías más pequeñas y ordinarias. Los defensores extremos de la EMH deben tener cuidado en hacer generalizaciones amplias. En el informe anual de Berkshire Hathaway, el presidente del consejo y famoso inversionista Warren Buffett expresa su asombro ante el hecho de que algunos eruditos y analistas sigan adoptando la

Investigación del análisis

EFICIENCIA TITÁNICA

Si la reacción del mercado al hundimiento del *Titanic* en 1912 sirve de indicador, los inversionistas eran bastante perspicaces, incluso en la época anterior al "mercado eficiente". El *Titanic* era propiedad de White Star Line, una subsidiaria de International Mercantile Marine (IMM), que cotizaba en la NYSE. El costo del barco era de 7.5 millones de dólares y estaba asegurado por Lloyd's en 5 millones, de manera que la pérdida neta para IMM fue de alrededor de 2.5 millones. Los rendimientos de dos días ajustados al mercado sobre las acciones de IMM (cubriendo el día en que se conoció la noticia de la tragedia y el día siguiente) reflejaron una disminución de 2.6 millones en el valor de IMM, extrañamente cerca de la pérdida neta real de 2.5 millones de dólares.

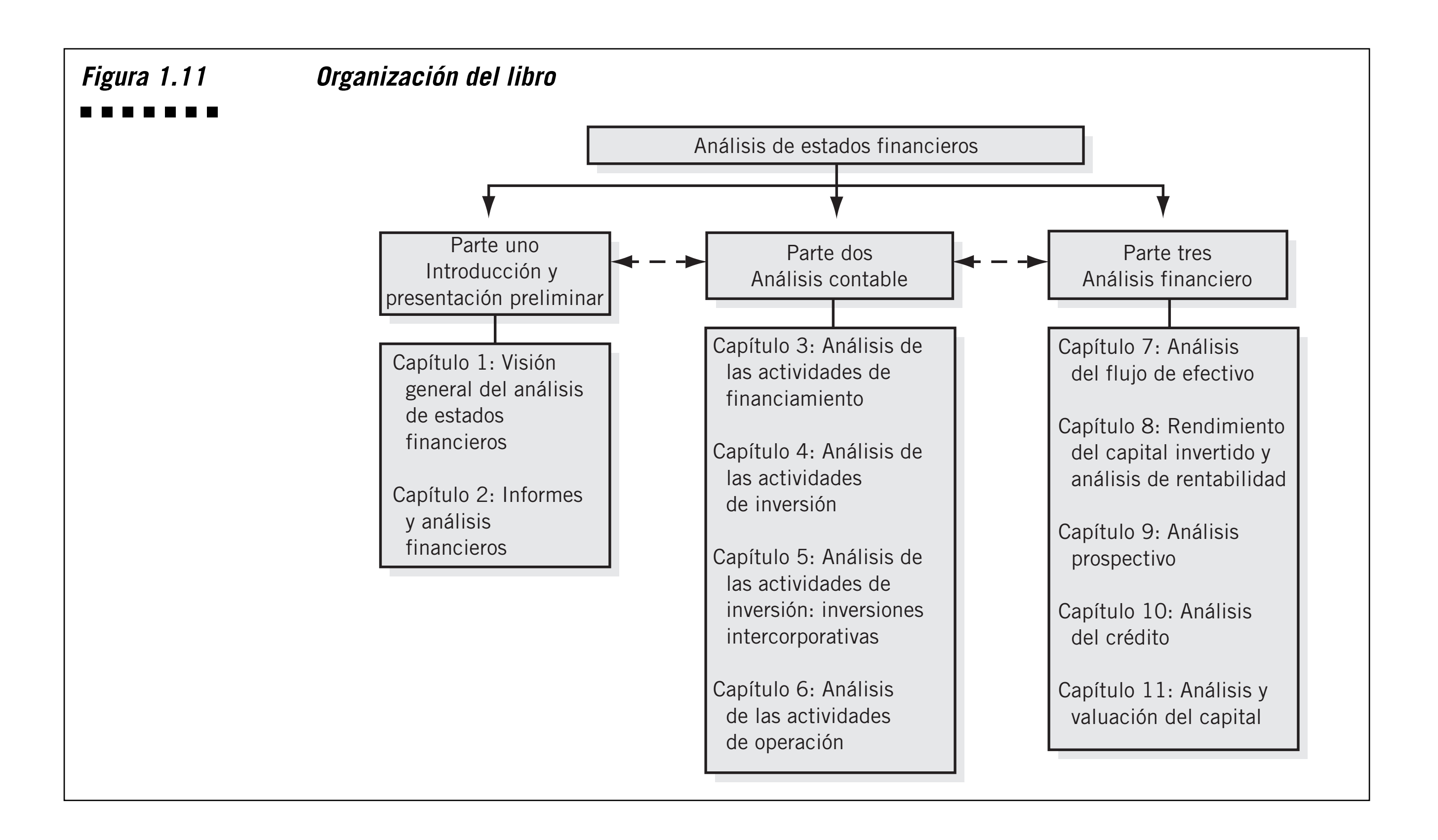
Fuente: Business Week (1998)

EMH. Buffett afirma que esto se debe a que al observar correctamente que el mercado es eficiente con frecuencia, concluyen incorrectamente que *siempre* es eficiente. Buffet declara, "la diferencia entre estas proposiciones es tanta como entre el día y la noche".

ORGANIZACIÓN DEL LIBRO

Este libro se organiza en once capítulos divididos en tres partes, véase la figura 1.11. La parte uno, que incluye los capítulos 1 a 2, es una introducción al análisis de estados financieros. El capítulo 1 examina el análisis de negocios y hace una presentación preliminar de algunas técnicas del análisis de estados financieros. El capítulo 2 se enfoca en la contabilidad financiera, sus objetivos y sus características principales. También explica la importancia de la contabilidad (según el principio) de acumulación y la superioridad de ésta sobre la contabilidad del flujo de efectivo, y proporciona una perspectiva del análisis contable. La parte dos, que incluye los capítulos 3 al 6, hace hincapié en el análisis contable. Describe el análisis contable para las actividades de financiamiento, inversión y operación. La parte tres, que incluye los capítulos 7 al 11, se enfoca en el análisis financiero. El capítulo 7 explica el análisis de los flujos de efectivo, mientras que el capítulo 8 describe el análisis de la rentabilidad. El capítulo 9 examina el análisis de pronósticos y de pro forma y los capítulos 10 y 11 resaltan dos aplicaciones importantes del análisis de estados financieros: el análisis del crédito y el análisis del capital.

Figura 1.11 ***Organización del libro***



El libro concluye con el análisis de un caso extenso: los estados financieros de Campbell Soup Company. Muchas de las técnicas del análisis descritas en el libro se aplican e interpretan utilizando este caso. El apéndice A reproduce extractos de los informes anuales de dos compañías a las que a menudo se hace referencia en el libro: Dell y Campbell Soup. A lo largo del libro se describe la relación del nuevo material con los temas cubiertos en los capítulos anteriores para reforzar la forma en que el material se incorpora en una estructura integrada para el análisis de estados financieros.

RESPUESTAS DE ORIENTACIÓN PARA LOS PUNTOS DE VISTA DEL ANÁLISIS

ACREEDOR. Un acreedor (o banquero) se interesa en la capacidad de Dell para cumplir con sus obligaciones de préstamos. Los pagos de interés y principal deben hacerse, mientras que los dividendos a los propietarios (accionistas) son opcionales. En el caso de Dell, alrededor de 28% de su financiamiento proviene de los accionistas. Sin embargo, sólo 505 millones de dólares de los 16 500 millones en pasivos totales requieren pagos contractuales de principal e interés. Además, Dell tiene gran liquidez, con un saldo en efectivo de 4 700 millones de dólares e inversiones comerciables de 9 400 millones. En consecuencia, no hay inquietud acerca de la capacidad de la compañía para cumplir con sus obligaciones de deuda contractuales.

INVERSIONISTA. En su calidad de inversionista potencial, la revisión que hace usted de los estados financieros se enfoca en la capacidad de Dell de crear y mantener un ingreso neto. Cada uno de los estados financieros es importante en este examen. El estado de resultados tiene una importancia particular, ya que revela los buenos resultados presentes y pasados de la administración para crear y mantener un ingreso. La declaración de flujos de efectivo es importante para evaluar la capacidad de la administración de cumplir con los pagos en efectivo y la disponibilidad de efectivo de la compañía. El balance muestra la base de activos a partir de la cual se genera el futuro ingreso, y también brinda información sobre los pasivos y sus fechas de vencimiento.

PREGUNTAS

1-1. Describa el análisis de negocios y sus objetivos.

1-2. Explique la afirmación: *El análisis de estados financieros es una parte fundamental del análisis de negocios.*

1-3. Describa los diferentes tipos de análisis de negocios. Identifique la categoría de usuarios de los estados financieros apropiada para cada tipo de análisis de negocios.

1-4. ¿Cuáles son las principales diferencias entre el análisis del crédito y el análisis del capital? ¿En qué forma afectan la información de los estados financieros importante para cada tipo de análisis?

1-5. ¿Qué es el análisis fundamental? ¿Cuál es su principal objetivo?

1-6. ¿Cuáles son los procesos que constituyen el análisis de negocios? Explique con referencia al análisis del capital.

1-7. Describa la importancia del análisis contable para el análisis financiero.

1-8. Describa el análisis de estados financieros e identifique sus objetivos.

1-9. Señale al menos cinco usuarios internos y externos de los estados financieros.

1-10. Identifique y examine las cuatro actividades principales de una empresa de negocios.

1-11. Explique cómo los estados financieros reflejan las actividades de negocios de una compañía.

1-12. Identifique y examine los cuatro estados financieros principales de un negocio.

1-13. Explique por qué los estados financieros son importantes para el proceso de toma de decisiones en el análisis financiero. Además, señale y examine algunas de las limitaciones para lograr los propósitos del análisis.

1-14. Identifique por lo menos siete fuentes adicionales de información de informes financieros (además de los estados financieros) que son útiles para el análisis.

1-15. Mencione y examine por lo menos dos áreas del análisis financiero.

1-16. Señale y describa por lo menos cuatro categorías de herramientas del análisis financiero.

1-17. El análisis comparativo es una herramienta importante del análisis financiero.

a) Explique la utilidad del análisis comparativo de estados financieros.

b) Describa cómo se efectúan las comparaciones de estados financieros de forma eficiente.

c) Examine las precauciones necesarias que debe tomar un analista al hacer un análisis comparativo.

1-18. ¿Es la tendencia pasada un buen factor de predicción de la tendencia futura? Justifique su respuesta.

1-19. Compare la "cantidad absoluta de cambio" con el porcentaje de cambio como un indicador del cambio. ¿Cuál es el mejor para el análisis?

1-20. Identifique las condiciones que impiden el cálculo de un cambio válido en el porcentaje. Proporcione un ejemplo.

1-21. Describa los criterios para seleccionar un año base para el análisis de la tendencia del número índice.

1-22. Explique qué información útil se obtiene del análisis de la tendencia del número índice.

1-23. El análisis porcentual es una herramienta importante en el análisis financiero.
   a) Describa un estado financiero porcentual. Explique cómo se prepara.
   b) Explique qué comunica el informe de estados financieros porcentuales acerca de una compañía.

1-24. ¿Cuál es la condición necesaria para la utilidad de una razón de cifras financieras? Explique.

1-25. Identifique y describa las limitaciones del análisis de razones.

1-26. El análisis de razones es una herramienta importante en el análisis financiero. Mencione por lo menos cuatro razones que utilicen:
   a) Datos del balance exclusivamente.
   b) Datos del estado de resultados exclusivamente.
   c) Datos tanto del balance como del estado de resultados.

1-27. Identifique cuatro herramientas especializadas del análisis financiero.

1-28. ¿Qué significa la expresión "valor del dinero en cuanto al tiempo"? Explique la función de este concepto en la valuación.

1-29. Explique la afirmación: *Aun cuando teóricamente se utiliza la tasa de interés efectiva para calcular el valor presente de un bono, en la práctica sucede lo contrario.*

1-30. ¿Qué equivocación hay en la afirmación: *El valor de una acción es el valor descontado de los flujos de efectivo esperados a futuro?*

1-31. Mencione y describa una técnica para calcular el valor del capital utilizando únicamente variables contables.

1-32. Explique de qué manera la hipótesis del mercado eficiente (EMH) describe la reacción de los precios del mercado a los datos financieros y de otra índole.

1-33. Examine las implicaciones de la hipótesis del mercado eficiente (EMH) para el análisis de estados financieros.

EJERCICIOS

EJERCICIO 1-1
Discreción en el análisis comparativo de estados financieros

La preparación y el análisis de balances y declaraciones de ingresos comparativos son herramientas del análisis de estados financieros y la interpretación que se aplican comúnmente.

Se requiere:

a) Discuta las limitaciones inherentes del análisis y la interpretación de estados financieros para un solo año. Incluya en su discusión en qué medida se superan estas limitaciones mediante la utilización de estados financieros comparativos calculados para más de un año.

b) El análisis año con año de los balances y las declaraciones de ingreso comparativos es una herramienta útil del análisis. No obstante, sin el cuidado apropiado, esos análisis pueden ser engañosos. Examine los factores o las condiciones que contribuyen a esa posibilidad. ¿En qué forma la información adicional y los datos suplementarios (además de los estados financieros) ayudan a impedir que esa posibilidad se presente?

EJERCICIO 1-2
Cálculo de porcentajes

Exprese la siguiente información del estado de resultados en porcentajes y evalúe si la situación de esta compañía es favorable o desfavorable.

HARBISON CORPORATION
Estado de resultados comparativo
Para los ejercicios que terminaron el 31 de diciembre de 2006 y 2005

	2006	2005
Ventas	$720000	$535000
Costo de los bienes vendidos . .	475200	280340
Utilidad bruta	244800	254660
Gastos de operación.	151200	103790
Ingreso neto	$ 93600	$150870

EJERCICIO 1-3
Evaluación de la liquidez a corto plazo

Los balances de Mixon Company a finales del año muestran lo siguiente:

	2006	2005	2004
Efectivo	$ 30 800	$ 35 625	$ 36 800
Cuentas por cobrar, netas	88 500	62 500	49 200
Inventario de la mercancía	111 500	82 500	53 000
Gastos prepagados	9 700	9 375	4 000
Activos de la planta, netos	277 500	255 000	229 500
Activos totales	$518 000	$445 000	$372 500
Cuentas por pagar	$128 900	$ 75 250	$ 49 250
Pagarés pagaderos a largo plazo, garantizados por hipotecas sobre los activos de la planta	97 500	102 500	82 500
Acciones ordinarias, valor nominal 10 dólares	162 500	162 500	162 500
Utilidades retenidas	129 100	104 750	78 250
Pasivos y capital totales	$518 000	$445 000	$372 500

Se requiere:

Compare la posición de liquidez a corto plazo a finales del año de esta compañía a finales de 2006, 2005 y 2004 calculando: *a*) la razón actual y *b*) la razón de la prueba del ácido. Explique los resultados de la razón.

EJERCICIO 1-4
Porcentajes

Refiérase a los balances de Mixon Company en el ejercicio 1.3. Exprese los balances en porcentajes. Redondee a la décima más cercana del porcentaje.

EJERCICIO 1-5
Evaluación de la liquidez a corto plazo

Refiérase a la información en el ejercicio 1-3 acerca de Mixon Company. Las declaraciones de ingresos de la compañía para los ejercicios que terminaron el 31 de diciembre de 2006 y 2005 muestran lo siguiente:

	2006		2005	
Ventas		$672 500		$530 000
Costo de los bienes vendidos	$410 225		$344 500	
Otros gastos de operación	208 550		133 980	
Gasto de interés	11 100		12 300	
Impuestos	8 525		7 845	
Costos y gastos totales		(638 400)		(498 625)
Ingreso neto		$ 34 100		$ 31 375
Utilidades por acción		$ 2.10		$ 1.93

Se requiere:

Para los ejercicios que terminaron el 31 de diciembre de 2006 y 2005, suponga que todas las ventas son a crédito y después calcule lo siguiente: *a*) ventas del día en cuentas por cobrar, *b*) rotación de cuentas por cobrar; *c*) rotación del inventario y *d*) ventas del día en inventario. Comente acerca de los cambios en las razones de 2005 a 2006.

EJERCICIO 1-6
Evaluación del riesgo y la estructura de capital

Refiérase a la información en los ejercicios 1-3 y 1-5 acerca de Mixon Company. Compare las posiciones a largo plazo del riesgo y de la estructura de capital de la compañía a finales de 2006 y 2005 calculando las siguientes razones: *a*) razón de la deuda total y *b*) razón de cobertura de intereses.

Comente acerca de los resultados de estas razones.

EJERCICIO 1-7
Evaluación de la eficiencia y la rentabilidad

Refiérase a los estados financieros de Mixon Company en los ejercicios 1-3 y 1-5. Evalúe la eficiencia y la rentabilidad de la compañía calculando lo siguiente: *a*) margen de utilidad neto, *b*) rotación de activos totales y *c*) rendimiento sobre los activos totales. Comente acerca de los resultados de estas razones.

EJERCICIO 1-8
Evaluación de la rentabilidad

Refiérase a los estados financieros de Mixon Company en los ejercicios 1-3 y 1-5. Se conoce la siguiente información adicional acerca de la compañía:

Precio de mercado de las acciones ordinarias, 31 de diciembre de 2006	15 00 dólares
Precio de mercado de las acciones comunes, 31 de diciembre de 2005	14 00
Dividendos anuales en efectivo por acción en 2006	0.60
Dividendos anuales en efectivo por acción en 2005	0.30

Para ayudar a evaluar la rentabilidad de la compañía, calcule lo siguiente para 2006 y 2005: *a*) rendimiento sobre el capital común de los accionistas, *b*) razón precio-utilidades al 31 de diciembre, y *c*) rendimiento de los dividendos.

EJERCICIO 1-9
Determinación de los efectos del ingreso a partir de porcentajes y de la tendencia

Los siguientes son los porcentajes y de la tendencia para ventas, el costo de los bienes vendidos y los gastos de JBC Company:

	PORCENTAJES			PORCENTAJES DE LA TENDENCIA		
	2006	2005	2004	2006	2005	2004
Ventas	100.0%	100.0%	100.0%	104.4%	103.2%	100.0%
Costo de los bienes vendidos .	62.4	60.9	58.1	112.1	108.2	100.0
Gastos	14.3	13.8	14.1	105.9	101.0	100.0

Determine si la utilidad neta se incrementó, disminuyó, o se mantuvo inalterada durante estos tres años.

EJERCICIO 1-10
Análisis de las condiciones financieras a corto plazo

Huff Company y Mesa Company son empresas similares que operan en la misma industria. Está disponible la siguiente información:

	HUFF			MESA		
	2006	2005	2004	2006	2005	2004
Razón actual	1.6	1.7	2.0	3.1	2.6	1.8
Razón de la prueba del ácido. . . .	0.9	1.0	1.1	2.7	2.4	1.5
Rotación de cuentas por cobrar . .	29.5	24.2	28.2	15.4	14.2	15.0
Rotación del inventario	23.2	20.9	16.1	13.5	12.0	11.6
Capital de trabajo	$60 000	$48 000	$42 000	$121 000	$93 000	$68 000

Escriba un informe de media página en el que se compare a Huff y Mesa utilizando la información disponible. Su interpretación debe incluir la capacidad de ambas para cumplir con sus obligaciones actuales y para utilizar los activos actuales en una forma eficiente.

EJERCICIO 1-11
Cálculo del porcentaje de las tendencias

Calcule los porcentajes de la tendencia del número índice para las siguientes cuentas, utilizando el año 1 como el año base. Determine si la situación revelada por las tendencias es favorable o desfavorable.

	Año 5	Año 4	Año 3	Año 2	Año 1
Ventas	$283 880	$271 800	$253 680	$235 560	$151 000
Costo de los bienes vendidos	129 200	123 080	116 280	107 440	68 000
Cuentas por cobrar	19 100	18 300	17 400	16 200	10 000

EJERCICIO 1-12
Cálculo de los cambios en el porcentaje

Calcule el porcentaje de incremento o disminución para cada uno de los siguientes saldos de cuentas:

	Año 2	Año 1
Inversiones a corto plazo	$217 800	$165 000
Cuentas por cobrar	42 120	48 000
Pagarés por pagar	57 000	0

EJERCICIO 1-13
Valuación de la deuda (interés anual)

Calcule el valor presente de cada uno de los siguientes bonos:

a) Con un precio determinado a finales de su quinto año, un bono a 10 años con un valor nominal de 100 dólares y una tasa de contrato (cupón) de 10% anual (pagadero a finales de cada año) con una tasa de interés efectiva (requerida) de 14% anual.

b) Con un precio determinado a finales de su décimo año, un bono a 14 años con un valor nominal de 1 000 dólares y una tasa de contrato (cupón) de 8% anual (pagadero a finales de cada año) con una tasa de interés efectiva (requerida) de 6% anual.

c) ¿Cuál es la respuesta a *b*) si el interés del bono es pagadero en cantidades semestrales?

EJERCICIO 1-14
Valuación de bonos (interés semestral)

El 1 de enero del año 1, usted está considerando la compra de 10 000 dólares de bonos a 8% de Colin Company. Los bonos vencen en diez años, con un interés pagadero semestralmente el 30 de junio y efectivo el 31 de diciembre. Basándose en su análisis de Colin, usted determina que la tasa de interés (requerida) apropiada es de 6%.

Se requiere:

a) Calcule el precio que usted pagará por los bonos utilizando el modelo del valor presente (redondee la respuesta al dólar más cercano).

b) Vuelva a calcular el precio en *a*) si la tasa de rendimiento que usted requiere es de 10%.

c) Describa el riesgo y explique cómo se refleja en la tasa de rendimiento que usted requiere.

EJERCICIO 1-15
Valuación del ingreso residual del capital

El 1 de enero del año 1, usted está considerando la compra de acciones ordinarias de Nico Enterprises. Basándose en su análisis de Nico Enterprises, usted determina la siguiente:

1. El valor en libros al 1 de enero del año 1 es de 50 dólares por acción.
2. La utilidad neta predicha por acción para los años 1 a 5 es 8, 11, 20, 40 y 30 dólares, respectivamente.
3. Para el año 6 y continuando todos los años siguientes, el ingreso residual predicho es 0 dólares.
4. No se espera que Nico pague dividendos.
5. La tasa de rendimiento requerida (costo del capital) es de 20%.

Se requiere:

Determine el precio de compra por acción de las acciones comunes de Nico Enterprises al 1 de enero del año 1, utilizando el modelo de valuación del ingreso residual (redondee su respuesta al centavo más cercano). Comente acerca de los puntos fuertes y las limitaciones de este modelo en cuanto a las decisiones de inversión.

PROBLEMAS

PROBLEMA 1-1
Análisis de la eficiencia y del apalancamiento financiero

Kampa Company y Arbor Company son empresas similares que operan en la misma industria. Arbor inició sus operaciones en 2001 y Kampa en 1995. En 2006, ambas compañías pagan 7% de interés sobre su deuda con los acreedores. Está disponible la siguiente información:

	KAMPA COMPANY			ARBOR COMPANY		
	2006	2005	2004	2006	2005	2004
Rotación de activos totales	3.0	2.7	2.9	1.6	1.4	1.1
Rendimiento sobre activos totales	8.9%	9.5%	8.7%	5.8%	5.5%	5.2%
Margen de utilidad	2.3%	2.4%	2.2%	2.7%	2.9%	2.8%
Ventas	$400 000	$370 000	$386 000	$200 000	$160 000	$100 000

Prepare un informe de media página en el que se compare a Kampa y Arbor utilizando la información disponible. Su interpretación debe incluir la capacidad de ambas para utilizar los activos en forma eficiente a fin de producir utilidades. También comente sobre los buenos resultados de dichas empresas derivados de utilizar el apalancamiento financiero en 2006.

PROBLEMA 1-2
Cálculo y análisis de los porcentajes de las tendencias

A continuación aparecen los estados financieros comparativos de Cohorn Company:

COHORN COMPANY
Estado de resultados comparativo (miles de dólares)
Para los ejercicios que terminaron el 31 de diciembre de 2000-2006

	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000
Ventas	$1 594	$1 396	$1 270	$1 164	$1 086	$1 010	$828
Costo de los bienes vendidos	1 146	932	802	702	652	610	486
Utilidad bruta	448	464	468	462	434	400	342
Gastos de operación	340	266	244	180	156	154	128
Ingreso neto	$ 108	$ 198	$ 224	$ 282	$ 278	$ 246	$214

COHORN COMPANY
Balance comparativo (miles de dólares)
31 de diciembre de 2000-2006

	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000
Activos							
Efectivo	$ 68	$ 88	$ 92	$ 94	$ 98	$ 96	$ 99
Cuentas por cobrar, netas	480	504	456	350	308	292	206
Inventario de la mercancía	1 738	1 264	1 104	932	836	710	515
Otros activos circulantes	46	42	24	44	38	38	19
Inversiones a largo plazo	0	0	0	136	136	136	136
Planta y equipo, netos	2 120	2 114	1 852	1 044	1 078	960	825
Activos totales	$4 452	$4 012	$3 528	$2 600	$2 494	$2 232	$1 800
Pasivos y capital							
Pasivos circulantes	$1 120	$ 942	$ 618	$ 514	$ 446	$ 422	$ 272
Pasivos a largo plazo	1 194	1 040	1 012	470	480	520	390
Acciones ordinarias	1 000	1 000	1 000	840	840	640	640
Otro capital contribuido	250	250	250	180	180	160	160
Utilidades retenidas	888	780	648	596	548	490	338
Pasivos y capital totales	$4 452	$4 012	$3 528	$2 600	$2 494	$2 232	$1 800

Se requiere:

a) Calcule los porcentajes de las tendencias para las partidas individuales de ambas declaraciones utilizando 2000 como el año base.

b) Analice y comente los estados financieros y los porcentajes de la tendencias de la parte *a*).

COMPROBACIÓN
2006, tendencia de los activos totales, 247.3%

PROBLEMA 1-3
Análisis comparativo del estado de resultados

Efectúe un análisis comparativo de Eastman Corporation completando el análisis a continuación. Describa y comente cualquier descubrimiento significativo en su análisis comparativo.

EASTMAN CORPORATION
Estado de resultados (millones de dólares)
Para los ejercicios que terminaron el 31 de diciembre

	Año 6	Año 5	Año 4	Cantidad acumulativa	Cantidad promedio anual
Ventas netas	$	$ 3 490	$ 2 860	$	$
Costo de los bienes vendidos	3 210	____	____	____	2 610
Utilidad bruta	3 670	680	1 050	____	1 800
Gastos de operación	____	____	____	____	____
Ingreso antes de impuestos	2 740	215	105	____	____
Ingreso neto	$ 1 485	$ 145	$ 58	____	____

COMPROBACIÓN
Ingreso neto promedio, 563 dólares

PROBLEMA 1-4
Análisis de la tendencia del número índice

Calcule los incrementos (o disminuciones) en porcentaje para los años 6 y 7 anotando todos los datos faltantes en la tabla que sigue. Analice e interprete cualquier resultado significativo revelado por este análisis de la tendencia.

	AÑO 7		AÑO 6		AÑO 5
Partida de la declaración	Número índice	Cambio en el porcentaje	Número índice	Cambio en el porcentaje	Número índice
Ventas netas	____	29%	100	____%	90
Costo de los bienes vendidos	139	____	100	____	85
Utilidad bruta	126	____	100	____	80
Gastos de operación	____	20	100	____	65
Ingreso antes de impuestos	____	14	100	____	70
Utilidad neta	129	____	100	____	75

COMPROBACIÓN
Porcentaje de la utilidad neta en el año 6, 33.3%

PROBLEMA 1-5
Comprensión de las relaciones de los estados financieros: preparación del balance

Suponga que usted es un analista que está evaluando a Mesco Company. Los siguientes datos están disponibles en su análisis financiero. (A menos que se indique lo contrario, todos los datos son al 31 de diciembre del año 5):

Utilidades retenidas, 31 de diciembre, año 4	98 000 dls.
Razón del margen de utilidad bruto	25%
Razón de la prueba del ácido:	2.5 a 1
Activos no circulantes	280 000 dls.
Ventas del día en inventario	45 días
Ventas del día en cuentas por cobrar	18 días
Capital de los accionistas a deuda total	4 a 1
Ventas (todas a crédito)	920 000 dls.

Acciones ordinarias: valor nominal 15 dólares; 10 000 acciones emitidas y en circulación; emitidas a 21 dólares por acción

Se requiere:

Utilizando estos datos, prepare el balance al 31 de diciembre del año 5 para el análisis que se está efectuando. Los gastos de operación (excluyendo impuestos y costo de los bienes vendidos para el año 5) son de 180 000 dólares. La tasa de impuestos es de 40%. Suponga un año de 360 días en los cálculos de la razón. No se pagan dividendos en efectivo en el año 4 ni en el año 5. Los activos circulantes consisten en efectivo, cuentas por cobrar e inventarios.

COMPROBACIÓN
Activos totales, 422 500 dólares

PROBLEMA 1-6
Comprensión de las relaciones de los estados financieros: preparación del balance

Usted es un analista que está analizando a Foxx Company. Los siguientes datos están disponibles para su análisis financiero (a menos que se indique lo contrario, todos los datos son al 31 de diciembre del año 2):

Razón actual	2	Ventas del día en inventario	36 días
Rotación de cuentas por cobrar	16	Razón del margen de utilidad bruto	50%
Cuentas por cobrar iniciales	50 000 dls.	Gastos (excluyendo el costo de los bienes vendidos)	450 000 dls.
Rendimiento sobre el capital común a finales del año	20%	Razón de deuda total a capital	1
Ventas (todas a crédito)	1 000 000 dls.	Activos no circulantes	300 000 dls.

Se requiere:

Utilizando estos datos, prepare el balance al 31 de diciembre del año 2. Los activos circulantes se componen de efectivo, cuentas por cobrar e inventario. Las clasificaciones del balance incluyen efectivo, cuentas por cobrar, inventario, activos no circulantes totales, activos circulantes totales, pasivos circulantes totales, pasivos no circulantes totales y capital.

COMPROBACIÓN
Activos totales, 500 000 dólares

PROBLEMA 1-7
Comprensión de las relaciones de los estados financieros: preparación de dividendos y balance

Usted está planeando analizar el balance de Voltek Company al 31 de diciembre del año 6. Está disponible la siguiente información:

1. Los balances iniciales y finales son idénticos tanto para cuentas por cobrar como para inventario.
2. La utilidad neta es de 1 300 dólares.
3. El número de veces que se ha cubierto el interés (razón de cobertura de intereses) es 5 (los impuestos sobre la renta son cero). La compañía tiene 5% de bonos en circulación y emitidos a su valor nominal.
4. El margen de utilidad neta es 10%. El margen de utilidad bruto es 30%. La rotación del inventario es de 5.
5. Las ventas del día en cuentas por cobrar son 72 días.
6. La razón de ventas a capital de trabajo a finales del año es 4. La razón actual es 1.5.
7. La razón de la prueba del ácido es 1.0 (excluye gastos prepagados).
8. El valor de planta y equipo (neto) es de 6 000 dólares. Se depreció una tercera parte.
9. Los dividendos pagados sobre el 8% de acciones preferentes no participantes son 40 dólares. No hay ningún cambio en las acciones comunes en circulación durante el año 6. Las acciones preferentes se emitieron hace dos años a su valor nominal.
10. Las utilidades por acción común son 3.75 dólares.
11. La acción común tiene un valor nominal de 5 dólares y se emitió a su valor nominal.
12. Las utilidades retenidas al 1 de enero del año 6 son 350 dólares.

Se requiere:

a) Dada la información disponible, prepare el balance de esta compañía al 31 de diciembre del año 6 (incluya las siguientes clasificaciones de cuentas: efectivo, cuentas por cobrar, inventario, gastos prepagados, planta y equipo (netos), pasivos circulantes, bonos por pagar y capital de los accionistas).

b) Determine la cantidad de dividendos pagados sobre acciones comunes en el año 6.

COMPROBACIÓN
Activos totales, 15 750 dólares

PROBLEMA 1-8
Análisis de razones de los estados financieros

A continuación se reproducen el balance y el estado de resultados de Chico Electronics (la tasa de impuestos es 40%).

CHICO ELECTRONICS
Balance (miles de dólares)
Al 31 de diciembre

	Año 4	Año 5
Activos		
Activos circulantes		
Efectivo	$ 683	$ 325
Cuentas por cobrar	1 490	3 599
Inventarios	1 415	2 423
Gastos prepagados	15	13
Activos circulantes totales	3 603	6 360
Inmuebles, planta y equipo, netos	1 066	1 541
Otros activos	123	157
Activos totales	$4 792	$8 058
Pasivos y capital de los accionistas		
Pasivos circulantes		
Pagarés pagaderos al banco	$ —	$ 875
Porción actual de la deuda a largo plazo	38	116
Cuentas por pagar	485	933
Obligación de impuestos estimada	588	472
Gastos devengados	576	586
Pagos anticipados al cliente	34	963
Pasivos circulantes totales	1 721	3 945
Deuda a largo plazo	122	179
Otros pasivos	81	131
Pasivos totales	1 924	4 255
Capital de los accionistas		
Acción común, valor nominal 1 dólar; 1 000 000 de acciones autorizadas; 550 000 y 829 000 en circulación, respectivamente	550	829
Acción preferente, serie A, 10%; valor nominal 25 dólares; 25 000 autorizadas; 20 000 y 18 000 en circulación, respectivamente	500	450
Capital adicional pagado	450	575
Utilidades retenidas	1 368	1 949
Capital total de los accionistas	2 868	3 803
Pasivos y capital de los accionistas totales	$4 792	$8 058

CHICO ELECTRONICS
Estado de resultados (miles de dólares)
Para los ejercicios que terminaron el 31 de diciembre

	Año 4	Año 5
Ventas netas	$7 570	$12 065
Otro ingreso, neto	261	345
Ingresos/Entradas totales	7 831	12 410
Costo de los bienes vendidos	4 850	8 048
Gastos generales, administrativos y de mercadotecnia	1 531	2 025
Gasto de interés	22	78
Costos y gastos totales	6 403	10 151
Ingreso neto antes de impuestos	1 428	2 259
Impuestos	628	994
Utilidad neta	$ 800	$ 1 265

Se requiere:

Calcule e interprete las siguientes razones financieras de la compañía para el año 5:

a) Razón de la prueba del ácido.
b) Rendimiento sobre los activos.
c) Rendimiento sobre el capital común.
d) Ganancias por acción.
e) Razón del margen de utilidad bruto.
f) Razón de cobertura de intereses.
g) Días para vender el inventario.
h) Razón de deuda a capital a largo plazo.
i) Deuda total a capital.
j) Ventas a capital de trabajo a finales del año.

COMPROBACIÓN
(*d*) EPS (Earnings per share: Utilidades por acción), 1.77 dólares

(Adaptado de CFA)

PROBLEMA 1-9
Cálculo e interpretación de la razón de los estados financieros

Como consultor de MCR Company, le informan a usted que la compañía está considerando la adquisición de Lakeland Corporation. MCR Company le pide que calcule algunas medidas estadísticas y elabore análisis financieros para el año 5 y el año 4 utilizando los siguientes estados financieros de Lakeland:

LAKELAND CORPORATION

Balance

31 de diciembre, año 5 y año 4

	Año 5	Año 4
Activos		
Activos circulantes		
Efectivo	$ 1 610 000	$ 1 387 000
Valores comerciales	510 000	—
Cuentas por cobrar, menos tolerancia para deudas incobrables, Año 5, 125 000 dólares; año 4, 110 000	4 075 000	3 669 000
Inventarios, a lo más bajo del costo o del mercado	7 250 000	7 050 000
Gastos prepagados	125 000	218 000
Activos circulantes totales	13 570 000	12 324 000
Planta y equipo, al costo		
Terreno y edificios	13 500 000	13 500 000
Maquinaria y equipo	9 250 000	8 520 000
Total de planta y equipo	22 750 000	22 020 000
Menos: depreciación acumulada	13 470 000	12 549 000
Total de planta y equipo, neto	9 280 000	9 471 000
Cuentas por cobrar a largo plazo	250 000	250 000
Cargos diferidos	25 000	75 000
Activos totales	$23 125 000	$22 120 000
Pasivos y capital de los accionistas		
Pasivos circulantes		
Cuentas por pagar	$ 2 950 000	$ 3 426 000
Gastos devengados	1 575 000	1 644 000
Impuestos federales por pagar	875 000	750 000
Vencimientos actuales sobre la deuda a largo plazo	500 000	500 000
Pasivos circulantes totales	5 900 000	6 320 000
Otros pasivos		
5% de obligaciones del fondo de amortización, con vencimiento al 1 de enero del año 16 (500 000 dólares redimibles anualmente)	5 000 000	5 500 000
Impuestos diferidos sobre el ingreso, debido a la depreciación	350 000	210 000
Otros pasivos totales	5 350 000	5 710 000
Capital de los accionistas		
Acciones preferentes, 1 dólar acumulativo, valor nominal 20 dólares, preferencia a la liquidación 100 dólares por acción (autorizadas: 100 000 acciones; emitidas y en circulación: 500 000 acciones)	1 000 000	1 000 000
Acciones ordinarias, valor nominal 1 dólar (autorizadas: 900 000 acciones; emitidas y en circulación: año 5, 550 000 acciones; año 4, 4 500 000 acciones)	550 000	500 000
Capital en exceso del valor nominal sobre acción común	3 075 000	625 000
Utilidades retenidas	7 250 000	7 965 000
Capital total de los accionistas	11 875 000	10 090 000
Total de pasivos y capital de los accionistas	$23 125 000	$22 120 000

LAKELAND CORPORATION

Estado de resultados y utilidades retenidas

Para los ejercicios que terminaron el 31 de diciembre, año 5 y año 4

	Año 5	Año 4
Ingresos		
Ventas netas	$48 400 000	$41 700 000
Regalías	70 000	25 000
Interés	30 000	—
Ingresos totales	$48 500 000	$41 725 000
Costos y gastos		
Costo de las ventas	$31 460 000	$29 190 000
Gastos de venta, generales y administrativos	12 090 000	8 785 000
Interés sobre 5% de obligaciones del fondo de amortizaciones	275 000	300 000
Provisión para impuestos federales	2 315 000	1 695 000
Costos y gastos totales	$46 140 000	$39 970 000
Ingreso neto	$ 2 360 000	$ 1 755 000
Utilidades retenidas, principios del año	7 965 000	6 760 000
Subtotal	$10 325 000	$ 8 515 000
Dividendos pagados		
Acciones preferentes, 1 dólar por acción en efectivo	50 000	50 000
Acciones ordinarias		
Efectivo, 1 dólar por acción	525 000	500 000
Acciones (10%); 50 000 acciones al valor del mercado de 50 dólares por acción	2 500 000	—
Dividendos totales pagados	$ 3 075 000	$ 550 000
Utilidades retenidas, fin de año	$ 7 250 000	$ 7 965 000

Información adicional:

1. El inventario al 1 de enero del año 4 es de 6 850 000 dólares.
2. Los precios de mercado de las acciones ordinarias al 31 de diciembre del año y del año 4 son 73.50 y 47.75 dólares, respectivamente.
3. Los dividendos en efectivo tanto de las acciones preferentes como de las acciones ordinarias se declararon y se pagaron en junio y diciembre de cada año. El dividendo de acciones sobre acciones ordinarias se declaró y se distribuyó en agosto del año 5.
4. Las disposiciones de planta y equipo durante el año 5 y el año 4 son de 375 000 y 425 000 dólares, respectivamente. La depreciación acumulada relacionada es de 215 000 en el año 5 y de 335 000 en el año 4. Al 31 de diciembre del año 3, el saldo de activos de planta y equipo es de 21 470 000 y su depreciación acumulada relacionada es de 11 650 000 dólares.

Se requiere:

Calcule las siguientes razones y cifras financieras para el año 5 y para el año 4. Identifique y discuta cualquier cambio significativo de un año a otro.

Al 31 de diciembre:

a) Razón actual
b) Razón de la prueba del ácido
c) Valor en libros por acción común

Para el ejercicio que terminó el 31 de diciembre:

d) Razón del margen de utilidad bruto
e) Días para vender el inventario
f) Razón de cobertura de intereses
g) Razón precio a utilidades de las acciones ordinarias (valor a finales del año)
h) Gastos brutos de capital

(Adaptado de AICPA –American Institute of Certified Public Accountants)

COMPROBACIÓN
g) PE (Price-to-earnings: Razón precio a utilidades) del año 5, 17.5

PROBLEMA 1-10
Identificación de las industrias a partir de los datos de los estados financieros

Las razones seleccionadas para tres compañías diferentes que operan en tres industrias diferentes (comercio, productos farmacéuticos y servicios públicos) se describen en la tabla a continuación:

Razón	Cía. A	Cía. B	Cía. C
Razón del margen de utilidad bruto	18%	53%	n.a.
Razón del margen de utilidad neto	2%	14%	8%
Investigación y desarrollo a ventas	0%	17%	0.1%
Publicidad a ventas	7%	4%	0.1%
Gasto de interés a ventas	1%	1%	15%
Rendimiento sobre activos	11%	12%	7%
Rotación de cuentas por cobrar	95 veces	5 veces	11 veces
Rotación del inventario	9 veces	3 veces	n.a.
Deuda a capital a largo plazo	64%	45%	89%

n.a. = no es aplicable

Se requiere:

Identifique las industrias en que operan cada una de las compañías A, B y C. Dé por lo menos dos razones que respalden cada una de sus selecciones.

PROBLEMA 1-11
Interpretación de la razón y comparaciones de la industria

El administrador de Tristar Mutual Fund está considerando una inversión en las acciones de Best Computer y le pide a usted su opinión respecto a esta compañía. Best Computer en una compañía de ventas y servicio de hardware para computadoras. Aproximadamente 50% de los ingresos de la compañía provienen de la venta de hardware para computadoras. El resto de los ingresos de la compañía proviene de contratos de servicio y reparación de hardware. A continuación se presentan las razones financieras para Best Computer y las razones comparativas para la industria de Best Computer. Las razones de Best Computer se calculan utilizando la información de los estados financieros de ésta.

	Best Computer	Promedio de la industria
Razones de liquidez		
Razón actual	3.45	3.10
Razón de la prueba del ácido	2.58	1.85
Periodo de cobranza	42.19	36.60
Días para vender el inventario	18.38	18.29
Estructura del capital y solvencia		
Deuda total a capital	0.674	0.690
Deuda a capital a largo plazo	0.368	0.400
Razón de cobertura de intereses	9.20	9.89
Rendimiento sobre la inversión		
Rendimiento sobre los activos	31.4%	30.0%
Rendimiento sobre el capital común	52.6%	50.0%

	Best Computer	Promedio de la industria
Desempeño de la operación		
Margen de utilidad bruto	36.0%	34.3%
Margen de utilidad de la operación	16.7%	15.9%
Margen de utilidad antes de impuestos	14.9%	14.45%
Margen de utilidad neto	8.2%	8.0%
Utilización de activos		
Rotación de efectivo	40.8	38.9
Rotación de cuentas por cobrar	6.90	8.15
(Razón) Ventas a inventario	29.9	28.7
Rotación del capital de trabajo	8.50	9.71
Rotación de activos fijos	15.30	15.55
Rotación de activos totales	3.94	3.99
Medidas del mercado		
Razón precio a utilidades	27.8	29.0
Rendimiento de utilidades	8.1%	7.9%
Rendimiento de dividendos	0%	0.5%
Razón de pago de dividendos	0%	2%
Precio a valor en libros	8.8	9.0

Se requiere:

a) Interprete las razones de Best Computer y haga inferencias acerca del desempeño financiero y la condición financiera de la compañía; ignore las razones de la industria.

b) Repita el análisis de *a*) con un conocimiento total de las razones de la industria.

COMPROBACIÓN
Cuentas por cobrar, por encima de la norma

c) Indique qué razones considera usted que se desvían de las normas de la industria. Para cada razón de Best Computer que se desvíe de las normas de la industria, sugiera dos explicaciones posibles.

PROBLEMA 1-12
Valuación del capital

Beta Ltd. va a adquirir el control de Ace Co. a finales de 2007. Beta conviene en pagarles a los accionistas de Ace el valor en libros por acción en el momento de la adquisición. Un analista confiable hace las siguientes proyecciones para Ace (suponga que el costo del capital es 10% anual):

(Dólares por acción)	**2002**	**2003**	**2004**	**2005**	**2006**	**2007**
Dividendos	—	$1.00	$1.00	$1.00	$1.00	$1.00
Flujos de efectivo de la operación	—	2.00	1.50	1.00	0.75	0.50
Gastos de capital	—	—	—	1.00	1.00	—
Incremento (disminución) de la deuda	—	(1.00)	(0.50)	1.00	1.25	0.50
Ingreso neto	—	1.45	1.10	0.60	0.25	(0.10)
Valor en libros	9.00	9.45	9.55	9.15	8.40	7.30

Se requiere:

COMPROBACIÓN
(*b*) Valor utilizando el RI (Residual income: Ingreso residual), 8.32 dólares

a) Estime el valor por acción de Ace a finales del año 2002 utilizando el modelo de descuento de dividendos.

b) Estime el valor por acción de Ace a finales del año 2002 utilizando el modelo del ingreso residual.

c) Trate de estimar el valor de Ace Co. a finales del año 2002 utilizando el modelo de libre flujo de efectivo a capital.

CASOS

CASO 1-1
Análisis comparativo: rendimiento sobre el capital invertido

NIKE
Reebok

A continuación aparecen las cifras comparativas para **NIKE** y **Reebok**:

Cifras clave	NIKE	Reebok
Financiamiento (pasivos + capital)	$5 397.4	$1 756.1
Ingreso neto (utilidad)	399.6	135.1
Ingresos netos (ventas)	9 553.1	3 637.4

Se requiere:

a) ¿Cuál es la cantidad total de activos invertidos en *a*) NIKE y *b*) Reebok?

b) ¿Cuál es el rendimiento sobre la inversión para *a*) NIKE y *b*) Reebok? Los activos iniciales de NIKE equivalen a 5 361.2 (millones de dólares) y los activos iniciales de Reebok son iguales a 1 786.2 (millones de dólares).

c) ¿A cuánto ascienden los gastos de *a*) NIKE y *b*) Reebok?

d) ¿El rendimiento sobre la inversión es satisfactorio para *a*) NIKE y *b*) Reebok [suponga que el rendimiento promedio de los competidores es 4%]?

e) ¿Qué conclusiones es posible hacer acerca de NIKE y Reebok a partir de estos cálculos?

COMPROBACIÓN
Rendimiento sobre la inversión para NIKE 7.4%

CASO 1-2
Análisis comparativo: comparación del balance y el estado de resultados

NIKE
Reebok

A continuación se presentan las cifras comparativas (en millones de dólares) tanto para **NIKE** como para **Reebok**:

Cifras clave	NIKE	Reebok	Cifras clave	NIKE	Reebok
Efectivo y equivalentes..........	$ 108.6	$ 209.8	Impuestos	$ 253.4	$ 12.5
Cuentas por cobrar.............	1 674.4	561.7	Ingresos (Nike)	9 553.1	—
Inventarios...................	1 396.6	563.7	Ventas netas (Reebok)....	—	3 643.6
Utilidades retenidas............	3 043.4	1 145.3	Activos totales..........	5 397.4	1 756.1
Costo de las ventas	6 065.5	2 294.0			

Se requiere:

a) Calcule los porcentajes porcentuales para ambas compañías, utilizando los datos proporcionados.

b) ¿Qué compañía se hace sujeto de un porcentaje más elevado de sus ingresos (ventas netas) en impuestos?

c) ¿Qué compañía retiene una porción más elevada de la utilidad neta acumulativa en la compañía?

d) ¿Qué compañía tiene una razón de margen bruto más elevada sobre las ventas?

e) ¿Qué compañía tiene un porcentaje más elevado de sus activos totales como inventario?

CASO 1-3
Análisis comparativo: Análisis de crédito y capital

Un banco está evaluando a dos compañías que compiten en la misma industria, pero sólo le puede prestar dinero a una de ellas. La información resumida de los estados financieros de las dos compañías es la siguiente:

	Datatech Company	Sigma Company		Datatech Company	Sigma Company
Datos provenientes del balance de finales del año actual:			Datos del estado de resultados del año actual:		
Activos			Ventas	$660 000	$780 200
Efectivo	$ 18 500	$ 33 000	Costo de los bienes vendidos....	485 100	532 500
Cuentas por cobrar, netas	36 400	56 400	Gasto de interés..............	6 900	11 000
Pagarés por cobrar (comerciales)..	8 100	6 200	Gasto de impuestos	12 800	19 300
Inventario de la mercancía.......	83 440	131 500	Ingreso neto	67 770	105 000
Gastos prepagados	4 000	5 950	Utilidades básicas por acción ...	1.94	2.56
Planta y equipo, netos	284 000	303 400			
Activos totales	$434 440	$536 450			

	Datatech Company	Sigma Company		Datatech Company	Sigma Company
			Datos de principios del año:		
Pasivos y capital de los accionistas			Cuentas por cobrar, netas	$28 800	$53 200
Pasivos circulantes	$ 60 340	$ 92 300	Pagarés por cobrar (comerciales)	0	0
Pagarés a largo plazo por pagar	79 800	100 000	Inventario de mercancía	54 600	106 400
Acciones ordinarias, valor nominal 5 dólares	175 000	205 000	Activos totales	388 000	372 500
Utilidades retenidas	119 300	139 150	Acciones ordinarias, valor nominal 5 dólares	175 000	205 000
Pasivos y capital totales	$434 440	$536 450	Utilidades retenidas	94 300	90 600

Se requiere:

COMPROBACIÓN
Rotación de cuentas por cobrar, Sigma, 13.5 veces

a) Calcule la razón actual, la razón de la prueba del ácido, la rotación de cuentas por cobrar (incluidos pagarés), la rotación del inventario, las ventas del día en inventario, y las ventas del día en cuentas por cobrar para ambas compañías. Identifique a la compañía que usted considere tiene el mejor riesgo de crédito a corto plazo y explique por qué.

b) Calcule el margen de utilidad neto, la rotación total de activos, el rendimiento sobre activos totales, y el rendimiento sobre el capital común de los accionistas para ambas compañías. Suponiendo que cada compañía pagó dividendos en efectivo de 1.50 dólares por acción y que las acciones de cada compañía se puede comprar a un precio de 35 dólares por acción, calcule las razones precio a utilidades y los rendimientos de dividendos. Señale cuál es la compañía cuyas acciones recomendaría usted comprar como la mejor inversión y explique por qué.

CASO 1-4
Decisiones de negocios usando razones financieras

José Sánchez es propietario y opera Western Gear, un pequeño negocio que vende equipo recreativo para exteriores. Lo han contratado a usted para que revise los tres años más recientes de las operaciones de Western Gear. Su análisis de los estados financieros revela los siguientes resultados:

	2006	2005	2004
Tendencia del número índice de las ventas	137.0	125.0	100.0
Gastos de ventas a ventas netas	9.8%	13.7%	15.3%
Ventas a activos de la planta	3.5 a 1	3.3 a 1	3.0 a 1
Razón actual	2.6 a 1	2.4 a 1	2.1 a 1
Razón de la prueba del ácido	0.8 a 1	1.1 a 1	1.2 a 1
Rotación del inventario de mercancía	7.5 veces	8.7 veces	9.9 veces
Rotación de cuentas por cobrar	6.7 veces	7.4 veces	8.2 veces
Rotación de activos totales	2.6 veces	2.6 veces	3.0 veces
Rendimiento sobre activos totales	8.8%	9.4%	10.1%
Rendimiento sobre el capital del propietario	9.75%	11.50%	12.25%
Margen de utilidad neto	3.3%	3.5%	3.7%

Se requiere:

Utilice estos datos para responder a cada una de las siguientes preguntas, con explicaciones.

a) ¿A la compañía le resulta más fácil cumplir con sus deudas a tiempo y aprovechar los descuentos en efectivo?

b) ¿La compañía está cobrando sus cuentas por cobrar con mayor rapidez a través del tiempo?

c) ¿Está disminuyendo la inversión de la compañía en cuentas por cobrar?

COMPROBACIÓN
Los activos de la planta se están incrementando

d) ¿Se están incrementando los dólares invertidos en inventario?

e) ¿Se está incrementando la inversión de la compañía en activos de la planta?

f) ¿Se está volviendo más rentable la inversión del propietario?

g) ¿La compañía está utilizando sus activos en forma eficiente?

h) ¿La cantidad en dólares de gastos de venta disminuyó durante el periodo de tres años?

CASO 1-5
Cálculos de las razones de los estados financieros

Campbell Soup Company

Refiérase a los estados financieros de **Campbell Soup Company** en el apéndice A.

Se requiere:

Calcule las siguientes razones para el año 11.

Razones de liquidez:

a) Razón actual
b) Razón de la prueba del ácido
c) Días para vender el inventario
d) Periodo de cobranza

Razones de la estructura de capital y de la solvencia:

e) Deuda total a capital total
f) Deuda a capital a largo plazo
g) Razón de cobertura de intereses

Razones del rendimiento sobre la inversión:

h) Rendimiento sobre activos totales
i) Rendimiento sobre el capital común

Razones del desempeño de la operación:

j) Razón del margen de utilidad bruto
k) Razón del margen de utilidad de la operación
l) Razón del margen de utilidad antes de impuestos
m) Razón del margen de utilidad neto

Razones de la utilización de activos:*

n) Rotación del efectivo
o) Rotación de cuentas por cobrar
p) Rotación del inventario
q) Rotación del capital de trabajo
r) Rotación de activos fijos
s) Rotación de activos totales

Medidas del mercado (el precio por acción de las acciones de Campbell es de 46.73 dólares para el año 11):

t) Razón precio a utilidades
u) Rendimiento de las utilidades
v) Rendimiento de dividendos
w) Tasa de pago de dividendos
x) Razón precio a valor en libros

** Para simplificar el cálculo de las razones de utilización, emplee los valores a finales del año y no los valores promedio.*

CASO 1-6
Descripción e interpretación de las actividades de negocios

Explique e interprete las principales actividades de negocios: planeación, financiamiento, inversión y operación. Dirija su informe al público en general (accionistas y empleados). Incluya ejemplos concretos para cada una de las actividades de negocios.

CASO 1-7
Punto de vista ético

Como auditor de Tallman Company, usted es responsable de mantener informado al consejo de administración acerca de las actividades financieras de la compañía. En la reciente asamblea del consejo, usted presentó los siguientes datos financieros:

	2006	2005	2004
Porcentaje de la tendencia de ventas	147.0%	135.0%	100.0%
Gastos de venta a ventas netas	10.1%	14.0%	15.6%
Ventas a activos de la planta	3.8 a 1	3.6 a 1	3.3 a 1
Razón actual	2.9 a 1	2.7 a 1	2.4 a 1
Razón de la prueba del ácido	1.1 a 1	1.4 a 1	1.5 a 1
Rotación del inventario de mercancía	7.8 veces	9.0 veces	10.2 veces

	2006	2005	2004
Rotación de cuentas por cobrar	7.0 veces	7.7 veces	8.5 veces
Rotación de activos totales	2.9 veces	2.9 veces	3.3 veces
Rendimiento sobre activos totales	9.1%	9.7%	10.4%
Rendimiento sobre el capital de los accionistas	9.75%	11.50%	12.25%
Margen de utilidad	3.6%	3.8%	4.0%

Después de la asamblea, la directora ejecutiva de la compañía celebró una conferencia de prensa con analistas, en la cual mencionó las siguientes razones:

	2006	2005	2004
Porcentaje de la tendencia de ventas	147.0%	135.0%	100.0%
Gastos de venta a ventas netas	10.1%	14.0%	15.6%

	2006	2005	2004
Ventas a activos de la planta	3.8 a 1	3.6 a 1	3.3 a 1
Razón actual	2.9 a 1	2.7 a 1	2.4 a 1

Se requiere:

a) ¿Por qué piensa usted que la directora ejecutiva decidió dar a conocer estas cuatro razones, en vez de las once que usted preparó?

b) Comente sobre las posibles consecuencias de esta decisión de la directora ejecutiva.

CAPÍTULO DOS

2

INFORMES Y ANÁLISIS FINANCIEROS

RETROSPECTIVA

<

El estudio del análisis de estados financieros se inició con una visión general en el capítulo 1. Se explicó en qué forma los estados financieros reflejan las actividades de los negocios: financiamiento, inversión y operaciones. También se realizó un análisis preliminar de la compañía Dell.

EN ESTE CAPÍTULO

•

Este capítulo se centra en los informes financieros y el análisis de éstos. Se describe el entorno de la preparación de informes financieros, incluidos los principios que son la base de la contabilidad. De igual manera, se explican las ventajas y desventajas de las medidas de acumulación comparadas con las del flujo de efectivo. También se examina la necesidad de efectuar el análisis contable, y se hace una introducción a las técnicas de éste.

MÁS ADELANTE

>

Los capítulos 3 al 6 de este libro están dedicados al análisis contable. El capítulo 3 se enfoca en las actividades de financiamiento. Los capítulos 4 y 5 amplían esto hasta las actividades de inversión. Cada uno de estos capítulos describe los ajustes de las cifras contables que son útiles para el análisis de los estados financieros.

OBJETIVOS DEL ANÁLISIS

- Explicar el entorno de los informes y el análisis financieros.
- Identificar en qué consisten los principios de contabilidad generalmente aceptados (GAAP: Generally accepted accounting principles).
- Describir los objetivos de la contabilidad financiera e identificar las cualidades primarias y secundarias de la información contable.
- Describir los principios y los convencionalismos que determinan las reglas contables.
- Describir la importancia de la información contable para el análisis y la valuación de los negocios.
- Reconocer las limitaciones de los datos contables y su importancia para el análisis de estados financieros.
- Explicar la importancia de la contabilidad según el principio de acumulación y sus puntos fuertes y limitaciones.
- Describir la necesidad de efectuar el análisis contable, así como las técnicas de éste.
- Explicar la utilidad de la auditoría y del informe de auditoría (opinión) para el análisis de estados financieros (apéndice 2A).
- Analizar y medir las características de las utilidades y los factores determinantes de éstas (apéndice 2B).

El efectivo es el rey . . . pero sin ropa

Bentonville, Arkansas. Hay una fábula infantil acerca del rey a quien engañaron para que creyera que su ropa estaba hecha de una tela especial, cuando en realidad estaba desnudo. Todos sus súbditos tenían miedo de decírselo y, en vez de ello, alababan al rey por su magnífica ropa. Es decir, todos menos un niño que se atrevió a decir la verdad. El rey se apresuró a reconocer la realidad de las palabras del niño y con el tiempo lo recompensó espléndidamente.

El efectivo es el rey –sin ropa (contabilidad base acumulativa)– en esta fábula infantil. Los expertos saben que el efectivo solo está incompleto, pero muchos a menudo actúan en forma negligente como si estuviera completo. Así como la ropa, la corona y los súbditos reflejan mejor la realidad del rey, también el adorno de la contabilidad base acumulativa refleja mejor la posición y el desempeño financieros de una compañía.

Sin embargo, con demasiada frecuencia se es testigo de la crédula utilización de la contabilidad base acumulativa. El análisis contable supera esta falla. Lo mismo que en el caso del rey, el acumulamiento de la contabilidad base acumulativa no refleja la realidad, la meta del análisis contable es ajustar esa ropa para que refleje mejor la realidad.

La conclusión es que ni la contabilidad base acumulativa ni el efectivo son el rey. En vez de ello, tanto el efectivo como la contabilidad base acumulativa desempeñan papeles de apoyo y la información ajustada o reconstruida de los análisis contable y financiero desempeña el papel principal. Lo mismo que en la fábula, el reconocimiento de esta realidad produce abundantes recompensas.

. . . tanto el efectivo como la contabilidad base acumulativa desempeñan papeles de apoyo. . .

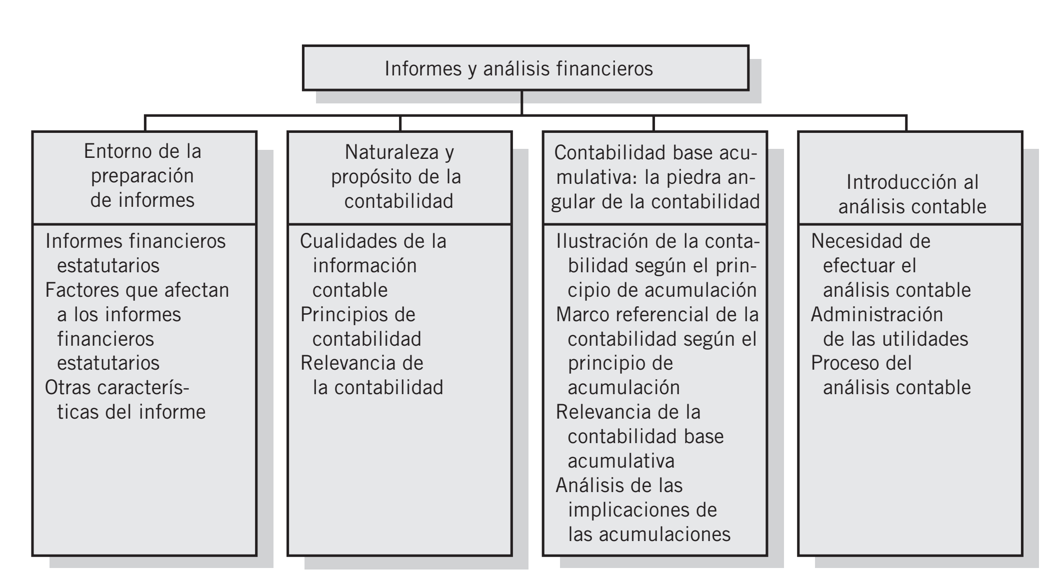
Este capítulo toma los datos de dos minoristas, Target [**Target.com**] y Wal-Mart [**Wal-Mart.com**], para explorar la importancia relativa del efectivo y la contabilidad base acumulativa en la explicación de los precios de las acciones. Investigaciones recientes muestran la utilidad del ingreso de acumulado para explicar los precios de las acciones.

También se vincula la relativa capacidad explicativa del efectivo y el ingreso con el ciclo de vida de una compañía. Este vínculo pone de relieve los diferentes papeles que cada uno desempeña en diferentes momentos. Este conocimiento proporciona una ventaja al analizar la información necesaria para la toma de decisiones de los negocios.

Se debe aprender del rey de la fábula y no dejarse engañar y creer que el efectivo o el ingreso son una medida completa e idílica del desempeño financiero. De lo contrario, estará destinado uno a que lo tomen por sorpresa.

PRESENTACIÓN DEL CAPÍTULO 2

En el capítulo 1 se presentaron los estados financieros y se examinó la importancia de éstos para el análisis de los negocios. Los estados financieros son el producto de un proceso de preparación de informes de naturaleza financiera gobernado por reglas y estándares contables, incentivos gerenciales, así como mecanismos de observancia o cumplimiento obligado por la ley y de vigilancia. Para los analistas es importante comprender el entorno



de los informes financieros, junto con los objetivos y conceptos que son la base de la información contable presentada en los estados financieros. Este conocimiento permite hacer mejores inferencias acerca de la realidad de la posición y el desempeño financieros de una compañía. En este capítulo se estudian los conceptos que constituyen los fundamentos de los informes financieros, haciendo hincapié en las reglas contables. Se empieza por describir el entorno de los informes financieros. Luego se explica el propósito de los informes financieros, sus objetivos y la forma en que esos objetivos determinan tanto la calidad de la información contable como los principios y los convencionalismos que son la base de las reglas contables. También se examina la utilidad de la información contable para el análisis y la valuación de los negocios; asimismo, se identifican las limitaciones de la información contable. El estudio concluye con el examen de la contabilidad base acumulativa, la piedra angular de la contabilidad moderna. Esto incluye una evaluación de la contabilidad según el principio de acumulación, en comparación con la contabilidad del flujo de efectivo y las implicaciones para el análisis de estados financieros.

ENTORNO DE LA PREPARACIÓN DE INFORMES

Los **informes financieros estatutarios,** principalmente los estados financieros, son el producto más importante del entorno de los informes financieros. La información de los estados financieros se juzga en relación con 1) las necesidades de información de los usuarios de estados financieros y 2) las fuentes de información alternativas, como datos económicos y de la industria, informes del analista y declaraciones voluntarias por parte de los administradores. Es importante comprender los factores que afectan la naturaleza y el contenido de los informes financieros para apreciar la información financiera contable que contienen. Los principales factores son las *reglas contables* (GAAP), las *motivaciones del administrador,* los *mecanismos de vigilancia y observancia,* las *prácticas de la industria,* y *otras fuentes de información.* En esta sección se analizan éstos y otros componentes del entorno de los informes financieros.

Informes financieros estatutarios

Los informes financieros estatutarios son la parte más importante del proceso de preparación de los informes financieros. Aun cuando uno esté familiarizado con los estados financieros, en particular con el informe anual, hay otros informes financieros estatutarios importantes que un analista necesita examinar. En esta sección se estudian tres categorías de esos informes: estados financieros, anuncios de utilidades y otros informes estatutarios.

Estados financieros

En el capítulo 1 se describen los componentes de un informe anual. Estrictamente hablando, el informe anual no es un documento estatutario. A menudo sirve para hacerles publicidad a los productos, servicios y logros de una compañía entre los accionistas y otras personas. El equivalente estatutario del informe anual es la **Forma 10-K,** que las compañías públicas deben presentar ante la SEC. El informe anual incluye la mayor parte de la información contenida en la Forma 10-K. Aun así, debido a que la Forma 10-K por lo común contiene información incluso más importante que la que aparece en el informe anual, es una buena práctica obtener con regularidad una copia de ella. La Forma 10-K, tanto la actual como la anterior, así como otros registros reglamentarios, se pueden descargar desde EDGAR en el sitio de la SEC en Internet [**www.sec.gov**].

Las compañías también están obligadas a presentar trimestralmente la **Forma 10-Q** ante la SEC con el propósito de proporcionar información financiera seleccionada. Es importante referirse a la Forma 10-Q para una información *oportuna.* Por desgracia, la mayoría de las compañías publican trimestralmente una información muy condensada, lo que limita el valor de ésta. Cuando se analiza la información trimestral, es necesario reconocer dos factores cruciales:

1. **Estacionalidad.** Al examinar las tendencias, es menester considerar los efectos de la *estacionalidad.* Por ejemplo, las compañías de menudeo obtienen gran parte de sus ingresos

y utilidades en el cuarto trimestre del año calendario. Esto significa que los analistas a menudo hacen comparaciones con el mismo trimestre del año anterior.

2. **Ajustes a finales del año.** Las compañías a menudo hacen ajustes (por ejemplo, eliminaciones contables del inventario) en el último trimestre, y muchos de estos ajustes están relacionados con el año entero. Esto hace que la información trimestral sea menos confiable para propósitos de análisis.

Anuncios de utilidades

Los estados financieros anuales y trimestrales se ponen a la disposición del público sólo después de que dichos estados financieros se preparan y se auditan. Este desfasamiento de tiempo por lo común se extiende de una a seis semanas. Sin embargo, las compañías casi siempre hacen pública de manera temprana información clave resumida por medio de un **anuncio de utilidades**. El anuncio de utilidades se pone a disposición de los intermediarios en la bolsa de valores a través de la cinta y a menudo se publica en la prensa financiera, como *The Wall Street Journal*. Los anuncios de utilidades proporcionan información esencial resumida acerca de la posición y el desempeño de una compañía para periodos tanto trimestrales como anuales.

Aun cuando los estados financieros proporcionan una información detallada que es útil en el análisis, la investigación señala que gran parte de la reacción inmediata del precio de las acciones a la información financiera trimestral (por lo menos las utilidades) ocurre el día del anuncio de utilidades, y no cuando se dan a conocer los estados financieros completos. Esto significa que es improbable que un inversionista obtenga algún provecho utilizando la información resumida que se divulgó previamente. La información detallada de los estados financieros se puede analizar para distinguir el desempeño y las futuras perspectivas de una compañía, que no es posible extraer de la información resumida de los anuncios de utilidades.

Recientemente, las compañías han dirigido la atención de los inversionistas hacia las **utilidades pro forma** que aparecen en los anuncios de utilidades. Empezando con el ingreso GAAP resultante de las operaciones continuas (con la omisión de las operaciones discontinuadas, las partidas extraordinarias y los cambios en principio contable), las partidas transitorias adicionales (de manera notable, cargos de reestructuración) que permanecen en ingresos procedentes de las operaciones continuas, en la actualidad se dejan fuera en forma rutinaria al calcular el ingreso pro forma. Además, las compañías también están excluyendo los gastos provenientes de adquisiciones, gasto de compensación en forma de opciones sobre acciones, ingresos (pérdidas) resultantes de método de inversión en participación, gastos de investigación y desarrollo, y otros. Las compañías consideran que el objetivo de esta reformulación es proporcionarle a la comunidad de analistas una cifra de las utilidades más aproximada a las utilidades "principales", libre de cargos transitorios y no de la operación, lo que debe tener una mayor trascendencia para la determinación del precio de las acciones.

Entre las utilidades GAAP y las utilidades pro forma no es raro que haya diferencias considerables. Por ejemplo, para los tres primeros trimestres de 2001, las 100 compañías que constituyen NASDAQ 100 manifestaron 82 300 millones de dólares en *pérdidas* combinadas ante la Comisión de Valores y Bolsa (SEC: Securities and Exchange Commission). Durante el mismo periodo, estas compañías dieron a conocer a los accionistas mediante informes de utilidades "pro forma" una cifra de 19 100 millones de dólares de *utilidades* combinadas, una diferencia de 101 400 millones de dólares, o sea más de 1 000 millones de dólares por compañía. (Fuente: John J. May, Smart StockInvestor.com, 21 de enero de 2002).

Por lo general se admite que las declaraciones adicionales de la administración ayudan a los inversionistas a comprender los principales impulsores del valor del accionista. Permiten entender la forma en que las compañías se autoanalizan, y son útiles para identificar las tendencias y predecir los resultados futuros de las operaciones. El efecto general de las utilidades pro forma evidentemente es eliminar las partidas transitorias para mejorar la comparabilidad año con año. Aun cuando esto se podría justificar basándose en que las utilidades resultantes tienen una mayor capacidad de predicción, en el proceso se pierde información importante. La contabilidad es benéfica para conocer cuán efectiva ha sido la administración en lo concerniente al manejo del capital invertido. Las cancelaciones de activos, la contabilidad base acumulativa de pasivos y

PRENSA DE LAS AUDITORÍAS

Una encuesta entre directores de finanzas (CFO's) reveló que los auditores cuestionaban los resultados financieros de la compañía en menos de 40% de las auditorías. De los directores de finanzas que fueron objeto de cuestionamientos, la mayoría se negaron a retractarse, específicamente, 25% persuadió al auditor para que conviniera en la práctica de referencia y 32% convenció al auditor de que los resultados eran irrelevantes. Sólo 43% hizo cambios para obtener la aprobación del auditor.

PÁJAROS MADRUGADORES

Con mayor frecuencia, más compañías publican una advertencia o *anuncio previo de las utilidades* (earnings preannouncement) para evitar las desagradables sorpresas cuando anuncian malas noticias acerca de las utilidades.

otros cargos que se eliminan en este proceso podrían reflejar los resultados de malas decisiones de inversión, o una administración deficiente del capital corporativo invertido. Los inversionistas no deben eliminar a ciegas la información contenida en partidas no recurrentes o "no principales", al enfocarse únicamente en las utilidades pro forma. Una definición sistemática de las utilidades de la operación y un arreglo estándar del estado de resultados podrían ofrecer una aclaración útil, pero no debe ser un substituto de la diligencia debida (due diligence), ni del examen a fondo de las notas al pie de página que constituyen el análisis completo de los estados financieros.

Otros informes estatutarios

Además de los estados financieros, las compañías deben presentar otros informes ante la SEC. Algunos de los informes más importantes son la **exposición que acompaña a una solicitud de poder,** que se debe enviar junto con la notificación de la asamblea anual de accionistas; la **Forma 8-K,** que se debe presentar para informar acerca de circunstancias insólitas como un cambio de auditor; y el **prospecto**, que debe acompañar a una solicitud para una oferta de capital. La figura 2.1 enumera varios informes estatutarios importantes, así como el contenido de cada uno de ellos.

Figura 2.1 ***Presentaciones básicas ante la SEC***

Título	Descripción	Contenido importante desde la perspectiva del análisis
Forma 10-K	Informe anual	Estados financieros auditados anuales y examen y análisis de la administración.
Forma 10-Q	Informe trimestral	Estados financieros auditados trimestrales y examen y análisis de la administración.
Forma 20-F	Declaración del registro o informe anual de emisores extranjeros	Conciliación entre informes que utilizan GAAP no estadounidenses e informes que utilizan GAAP estadounidenses.
Forma 8-K	Informe actual	Informe presentado en el transcurso de 15 días después de los siguientes acontecimientos: 1) cambio en el control administrativo; 2) adquisición o disposición de activos importantes; 3) quiebra o liquidación judicial; 4) cambio de auditor; 5) renuncia del director.
Regulación 14-A	Exposición que acompaña a una solicitud de poder	Detalles del consejo de administración, propiedad administrativa, remuneración de la administración, y opciones sobre acciones de los empleados.
	Prospectos	Estados financieros auditados, información acerca de un proyecto propuesto o de una emisión de acciones.

Factores que afectan a los informes financieros estatutarios

El principal componente de los estados financieros (y de muchos otros informes estatutarios) es la información de la contabilidad financiera. Aun cuando gran parte de la información de la contabilidad financiera está determinada por los GAAP, otros factores determinantes son los preparadores (administradores) y los mecanismos de vigilancia y observancia que aseguran la calidad y la integridad de dicha información.

Principios de contabilidad generalmente aceptados (GAAP)

Los estados financieros se preparan de conformidad con los GAAP (Generally Accepted Accounting Principles), que son las reglas y pautas de la contabilidad financiera. Estas reglas determinan la medición y el reconocimiento de políticas, como la forma en que se miden los activos, cuándo se incurre en pasivos, cuándo se reconocen los ingresos y las utilidades, y cuándo se incurre en gastos y pérdidas. También dictan qué clase de información se debe proporcionar en las notas. El conocimiento de estos principios contables es esencial para un análisis efectivo de los estados financieros.

Definición de los GAAP de Estados Unidos. Los GAAP son una colección de normas o estándares, declaraciones, opiniones, interpretaciones y pautas para la práctica. Los GAAP son determinados por varios profesionales y organismos casi estatutarios, como el *Financial Accounting Standards Board* (FASB), la SEC y el *American Institute of Certified Public Accountants* (AICPA). Desde el punto de vista del análisis, los tipos más importantes de reglas y pautas contables son:

- *Statements of Financial Accounting Standards (SFAS)*.
- *APB Opinions*.
- *Accounting Research Bulletins (ARB)*.
- *AICPA pronouncements*. El AICPA publica pautas para ciertos temas que todavía no aborda la FASB en los *Statements of Position (SOP)* [Declaraciones de la postura], o para aquellos que implican asuntos específicos de alguna industria en *Industry Audit and Accounting Guidelines*.
- *EITF Bulletins*. Los *EITF Bulletins* son publicados por la *Emerging Issues Task Force* de la FASB.
- Prácticas de la industria.

Determinación de los estándares contables. El establecimiento de estándares en Estados Unidos (a diferencia de muchos otros países) es principalmente responsabilidad del sector privado, en estrecha vinculación con la profesión contable. En la actualidad el FASB funciona como el organismo de determinación de estándares contables. Se compone de siete miembros pagados de tiempo completo, quienes representan a varios *grupos de interés*, como inversionistas, administradores, contadores y analistas. Antes de publicar un estándar, el FASB expide, en la mayoría de los casos, un memorándum de discusión para recibir comentarios públicos. Los comentarios por escrito se presentan ante el consejo y los comentarios verbales se pueden hacer en audiencias públicas, que por lo general preceden a la promulgación de un *Exposure Draft* (Documento de auscultación) del estándar propuesto. Después de una exposición y un comentario adicionales, el FASB por lo común expide la versión final de unos SFAS. En ocasiones también publica interpretaciones de las declaraciones.

La determinación de estándares por el FASB es un proceso político, con una creciente participación de los usuarios de los estados financieros. Desde el punto de vista del análisis, este proceso político a menudo resulta en estándares que son soluciones de acuerdo y dejan de demandar la información más relevante. Un ejemplo es la controversia que rodea a las opciones sobre acciones de ejecutivos (ESO: Executive stock options). Incluso después de que el FASB votó para incluir el costo de las ESO en utilidades declaradas, un intenso cabildeo por parte de las compañías de Silicon Valley obligó al FASB a dar marcha atrás. Con el tiempo promulgó un estándar diluido (*SFAS 123*) que dejaba de exigir que las compañías reconocieran el costo de las opciones en las utilidades. En vez de eso, se les permitió a las compañías encubrir ese costo en las notas a los estados financieros. Una década después, en el periodo posterior a Enron, cuando los legisladores presionaron para que hubiera una mayor transparencia en los informes financieros, surgió una vez más el tema de las ESO, y el FASB al fin aprobó un estándar que requiere el registro de los gastos de las ESO en el estado de resultados.

CRÍTICAS AL FASB
La crítica de los negocios respecto al FASB incluye 1) demasiados cambios de reglas que resultan muy costosos, 2) metas irreales y confusas, 3) prejuicio en favor de los inversionistas, no de las compañías, y 4) resistencia a los estándares globales.

PAGO AL JEFE
El salario anual de un miembro del FASB excede de 500 000 dólares

Función de la Comisión de Valores y Bolsa. La SEC es una agencia gubernamental independiente, casi de carácter judicial que administra las leyes de Valores de 1933 y 1934. Estas leyes son válidas para declaraciones relacionadas con las ofertas de valores públicos. La SEC tiene una función crucial tanto en la regulación de las declaraciones de información de las compañías con valores que cotizan en mercados de valores, como en la vigilancia y la observancia de las prácticas aceptadas.

La SEC puede anular, modificar o introducir requerimientos contables de información y de manifestación. Se le puede considerar como la máxima autoridad en el área de los informes financieros. Sin embargo, la SEC respeta a la profesión contable y comprende las dificultades en el desarrollo de prácticas contables aceptadas. En consecuencia, muy rara vez utiliza su autoridad reguladora, pero se ha vuelto cada vez más agresiva en la modificación de los estándares del FASB. Las actuales actitudes públicas hacia los informes financieros y la confianza en ellos, determina en gran parte la participación de la SEC en la práctica contable. La participación de la SEC también está vinculada con la agresividad de su director de contabilidad.

UNA VERGÜENZA PARA LA SEC
Desde el poder que le da su compañía, Warren Buffett escribe: "La SEC se debería avergonzar porque desde hace mucho tiempo sus miembros se han dejado dominar por los altos ejecutivos de las grandes empresas."

Estándares de los informes financieros internacionales. Los Estándares para informes financieros internacionales (IFRS: International Financial Reporting Standards) son formulados por el *International Accounting Standards Board,* un organismo que representa a los contadores y otras partes interesadas de diferentes países. Aun cuando en la actualidad los IFRS no son aplicables en Estados Unidos –por ejemplo, las compañías extranjeras inscritas en los mercados de valores de Estados Unidos necesitan hacer que sus cifras basadas en los IFRS concuerden con las obtenidas mediante los GAAP de Estados Unidos–, hay una creciente presión sobre la SEC para que acepte esos estándares en una forma u otra. Por último, resulta necesario estar conscientes de la creciente influencia de los IFRS fuera de Estados Unidos.

Administradores

La responsabilidad principal de elaborar informes financieros honestos y exactos les corresponde a los administradores. Los administradores tienen el control definitivo sobre la integridad del sistema contable y los registros financieros que son parte de los estados financieros. Es sabido que para determinar las cifras de los estados financieros se necesita poseer juicio o criterio. Aun cuando los estándares contables reducen la subjetividad y la arbitrariedad en este criterio, no las eliminan del todo. La dificultad con el criterio administrativo surge porque los estándares contables a menudo les permiten a los administradores elegir entre métodos contables alternativos, y a causa del estimado que se utiliza para llegar a esas cifras contables.

El criterio en la contabilidad financiera implica *arbitrio administrativo*. Desde un punto de vista ideal, esta autoridad mejora el contenido económico de las cifras contables al permitir que los administradores empleen su experto criterio y comuniquen su información privada por medio de las elecciones y los estimados contables que realizan. Por ejemplo, un administrador podría disminuir la asignación para deudas incobrables basándose en una información interna, como el mejoramiento de la posición financiera de un cliente importante. Sin embargo, en la práctica hay demasiados administradores que abusan de su arbitrio para administrar las utilidades y vestir fastuosamente los estados financieros. Esta *administración de las utilidades* puede reducir el contenido económico de los estados financieros y puede reducir la confianza en el proceso de presentación de informes. Identificar la administración de las utilidades y efectuar los ajustes apropiados a las cifras registradas son tareas importantes en el análisis de estados financieros.

ADMINISTRADORES ARRIESGADOS
Una empresa de cazatalentos (headhunters) obtuvo perfiles de más de 1 400 administradores de compañías grandes. Los resultados indicaron que uno de cada ocho ejecutivos se puede calificar como de amantes del *riesgo elevado*, creen que a ellos las reglas no se les aplican, no se interesan en los demás y muy rara vez experimentan sentimientos de culpa.

Los administradores también influyen indirectamente en los informes financieros por medio de la influencia colectiva que ejercen sobre el proceso de determinación de estándares. Como es evidente a partir del caso de las ESO, los administradores constituyen una fuerza poderosa en la determinación de los estándares contables. De igual manera, los administradores representan un contrapeso para las demandas de los usuarios en la determinación de estándares. En tanto que los usuarios se enfocan en los beneficios de un nuevo estándar, o una nueva declaración, los administradores se enfocan en los costos de estas nuevas disposiciones. Por lo común, los administradores se oponen a un estándar que: 1) disminuya las utilidades declaradas; 2) incremente la volatilidad de las utilidades; o 3) revele información competitiva acerca de segmentos, productos o planes.

UNA SITUACIÓN DIFÍCIL
Ha sido un periodo difícil para el despacho de auditores PricewaterhouseCoopers y sus clientes –algunos ejemplos son: Dennis Kozlowski, director ejecutivo (CEO), y Mark Swatz, director de finanzas (CFO), de Tyco International Ltd., supuestamente robaron dinero de la compañía. MicroStrategy, productor de software, llegó a un acuerdo en una demanda de la SEC declarando que había violado las reglas contables y había sobrestimado sus resultados (utilidades). Lucent Technologies, el gigante de telecomunicaciones, ha estado bajo escrutinio debido a sus prácticas contables.

Mecanismos de vigilancia y observancia

Los mecanismos de vigilancia y cumplimiento exacto de las reglas aseguran la confiabilidad y la integridad de los informes financieros. Algunos de ellos, como la SEC, se establecen por decreto. Otros mecanismos, como la auditoría, surgen a lo largo del tiempo. No se dejará de insistir en la importancia de estos mecanismos para la credibilidad y la supervivencia de los informes financieros.

Auditores. La auditoría externa es un mecanismo importante para ayudar a asegurar la calidad y la confiabilidad de los estados financieros. Un contador público certificado independiente (CPA: Certified public accountant) debe auditar los estados financieros de todas las compañías públicas. El producto de una auditoría es el informe del auditor, que es una parte fundamental de los estados financieros. El centro de la atención de un informe de auditoría es la **opinión del auditor**. Un auditor puede 1) expresar una opinión limpia (sin salvedades), 2) emitir uno o más tipos de opiniones calificadas, o 3) renunciar a expresar cualquier opinión.

> ***PUNTO DE VISTA DEL ANÁLISIS*** ***...USTED ES EL AUDITOR***
> Su empresa de auditoría acepta un nuevo compromiso. ¿Cómo puede usted utilizar el análisis de estados financieros en la auditoría de este cliente nuevo?

Respuesta, página 100

Ejercicio del poder corporativo. Otro mecanismo de escrutinio importante de los informes financieros son los mecanismos del poder corporativo dentro de una compañía. Los estados financieros necesitan la aprobación del *consejo de administración* de una compañía. Muchas compañías designan a un *comité de auditoría* –un subcomité del consejo de administración– para que supervise el proceso de preparación del informe financiero. Un comité de auditoría es nombrado por el consejo de administración y está constituido tanto por administradores como por individuos ajenos a la compañía. A menudo, a los comités de auditoría se les otorgan amplios poderes y responsabilidades, relacionados con muchos aspectos del proceso de elaboración del informe. Esto incluye supervisar los métodos contables, los procedimientos de control interno, y las auditorías internas. Muchos piensan que un comité de auditoría independiente e influyente es una característica crucial para el ejercicio del poder corporativo, que contribuye considerablemente a la calidad de los informes financieros. La mayoría de las compañías también llevan a cabo auditorías internas, que son otra defensa contra el fraude y las declaraciones fraudulentas de los informes financieros.

CONSEJOS DE ADMINISTRACIÓN DESHONESTOS
Algunos consejos de administración aún no entienden las consecuencias de sus actos. Después de todo el reciente interés puesto en el ejercicio del gobierno corporativo, el consejo de administración de Conseco, el gigante de los servicios financieros, le otorgó al director ejecutivo Gary Wendt una bonificación de 8 millones de dólares, aun cuando sólo logro un trimestre de utilidades en los dos últimos años.

Comisión de Valores y Bolsa de Estados Unidos. La SEC desempeña una función activa en la vigilancia y cumplimiento exacto de los estándares contables. Todas las compañías públicas deben presentar ante la SEC sus estados financieros auditados (10-K y 10-Q). El personal de la SEC verifica esos informes para asegurarse de que cumplan con los requerimientos estatutarios, incluida la observancia de los estándares contables. La SEC ha emprendido acciones legales contra cientos de compañías a lo largo de los años por violaciones contables. Estas violaciones varían desde la interpretación errónea de los estándares hasta el fraude y la falsificación abiertos de cuentas. Las acciones promovidas contra las compañías y sus administradores para exigir el cumplimiento varían desde una nueva presentación de los estados financieros hasta multas y cárcel. Recientemente, la SEC ha tratado de frenar la administración de las utilidades.

LOS MEJORES CONSEJOS DE ADMINISTRACIÓN
Los atributos de un buen consejo de administración incluyen:
Independencia, los amigos del director ejecutivo quedan fuera. Se elimina a los insiders y los directores intercambiables.
Calidad, las asambleas incluyen un verdadero debate abierto. Se nombran a directores que estén familiarizados con los administradores y el negocio.
Responsabilidad, los directores tienen intereses en la compañía y están dispuestos a desafiar al director ejecutivo.

Litigios. Otro mecanismo importante de vigilancia de los administradores (y auditores) es la amenaza de un litigio. Se estima que la cantidad de pérdidas relacionadas con irregularidades contables, pagadas por compañías, administradores y auditores durante la última década es de miles de millones de dólares. La amenaza de un litigio influye en los administradores para que adopten prácticas de presentación de informes más responsables en las declaraciones tanto estatutarias como voluntarias.

> ***PUNTO DE VISTA DEL ANÁLISIS*** ***...USTED ES EL DIRECTOR***
> Lo han nombrado director de una compañía importante. El abogado de usted le advierte acerca del riesgo de un litigio y de la necesidad de inspeccionar constantemente tanto la administración como la salud financiera de la compañía. ¿En qué forma lo puede ayudar el análisis de los estados financieros a cumplir con sus obligaciones de director?

Respuesta, página 100

Otras fuentes de información

Desde hace mucho tiempo se ha considerado a los estados financieros como una fuente de información importante para los usuarios. Sin embargo, los estados financieros compiten cada vez más con otras fuentes de información. Una fuente importante de información alternativa son los pronósticos y las recomendaciones de los analistas. Otra fuente son las noticias económicas, de la industria y las noticias específicas de la compañía. Con el continuo crecimiento de la Internet, se está incrementando la disponibilidad de la información para los inversionistas. En esta sección

se examinan algunas fuentes alternativas importantes de información: 1) noticias económicas, de la industria y de la compañía; 2) divulgaciones voluntarias; y 3) intermediarios de información (analistas).

Información económica, de la industria y de la compañía. Los inversionistas utilizan la información económica y de la industria para actualizar los pronósticos de la compañía. Algunos ejemplos de noticias macroeconómicas que afectan a todo el mercado de valores incluyen los datos sobre crecimiento económico, empleo, comercio exterior, tasas de interés y tipos de cambio. Los efectos de la información económica varían entre las industrias y las compañías, y se basan en la interpretación que se haga de la exposición de las utilidades y los riesgos de una industria o una compañía a esas noticias. Los inversionistas también responden a las noticias de la industria, como cambios en el precio de los bienes, datos de ventas de la industria, cambios en la posición competitiva y regulaciones del gobierno. Además, la información específica de la compañía influye en la conducta del usuario; algunos ejemplos son las noticias de adquisiciones, desinversiones, cambios en la administración y cambios de auditor.

Divulgación voluntaria. Las divulgaciones voluntarias de los administradores son una fuente de información cada vez más importante. Un catalizador importante para la divulgación voluntaria son las Reglas de puerto seguro. Estas reglas proporcionan protección legal contra los errores involuntarios de los administradores que hacen divulgaciones voluntarias.

Hay varias razones para efectuar la divulgación voluntaria. Probablemente el motivo más importante sea la *responsabilidad jurídica.* Los administradores que divulgan voluntariamente noticias importantes, en particular las de naturaleza adversa, tienen una probabilidad más baja de que los inversionistas los demanden. Otro motivo es el *ajuste de expectativas.* Éste propone que los administradores tienen incentivos para divulgar la información cuando piensan que las expectativas del mercado son bastante diferentes de las suyas propias. Otra razón más son las *señales,* situación que surge cuando se dice que los administradores divulgan las buenas noticias para incrementar el precio de las acciones de las compañías para las que trabajan. Un motivo más reciente propuesto para efectuar divulgaciones voluntarias es el propósito de *administrar las expectativas.* De manera específica, se dice que los administradores administran las expectativas del desempeño de la compañía en el mercado de manera que puedan "sobrepasar" con regularidad las expectativas del mercado.

INFORMES DEL ANALISTA
Los analistas supervisores y los funcionarios de observancia auscultan a detalle cada palabra proveniente de un reporte de investigación sobre inversiones de Wall Street

Intermediarios de la información. Los intermediarios de la información, o analistas, desempeñan una función importante y única en el proceso de preparación de informes financieros. Por una parte, representan a un grupo experimentado y activo de usuarios. Por otra parte, constituyen la fuente individual más importante de información alternativa. Debido a eso, quienes determinan los estándares por lo común responden a las demandas de los analistas, así como a la amenaza que significan como fuente de información competitiva.

Los intermediarios de la información representan a una industria implicada en la recopilación, el procesamiento, la interpretación y la difusión de información acerca de las perspectivas financieras de las compañías. Esta industria incluye a analistas de valores, boletines de inversión, asesores de inversión y calificadores de deuda. Los analistas de valores constituyen el segmento más grande de los intermediarios de la información, que incluye tanto a analistas de compras bursátiles como a analistas de ventas bursátiles. Los analistas de compras bursátiles por lo común son empleados por compañías de inversión, o fondos de pensión, como *TIIA-CREF, Vanguard,* o *Fidelity.* Estos analistas hacen sus análisis para uso interno. Los analistas de ventas bursátiles proporcionan análisis y recomendaciones al público por una tarifa, por ejemplo *Value Line* y *Standard & Poors,* o en privado a los clientes, como los analistas de *Salomon Smith Barney* y *Charles Schwab.* En suma, los informes de los analistas de ventas bursátiles son empleados por personas no afiliadas a la compañía, mientras que los informes de los analistas de compras bursátiles se utilizan internamente. Otro componente importante de los intermediarios de la información incluye los boletines de inversión, como *Dow Theory Forecasts* y *Smart Money.* Las agencias calificadoras de crédito como Moody's también son intermediarias de la información cuyos servicios están orientados a las agencias de crédito.

¿PREJUICIO DEL ANALISTA?
Las pruebas acerca de si los pronósticos de los analistas tienden a sobrestimar o subestimar las utilidades son diversas. Si los analistas las sobrestiman, éstos corren el riesgo de enemistarse con una compañía y perder el acceso a ella. Si las subestiman, una compañía termina causando una buena impresión.

Los intermediarios de la información no participan directamente en la toma de decisiones sobre inversión y crédito. Más bien, su objetivo es proporcionar información útil para esas decisiones. Los resultados o productos de los intermediarios son pronósticos, recomendaciones e informes de investigación. Las fuentes consisten en estados financieros, divulgaciones voluntarias y noticias económicas de la industria y de la compañía. Los intermediarios de la información crean valor al procesar y sintetizar información sin procesar acerca de una compañía y entregarla en una forma útil para las decisiones de negocios. Se considera que los intermediarios de la información desempeñan una o más de por lo menos cuatro funciones:

1. **Recopilación de información.** Esto entraña investigar y recopilar información acerca de las compañías que no está fácilmente disponible.
2. **Interpretación de la información.** Una tarea crucial de un intermediario es la interpretación de la información en forma significativa desde el punto de vista económico.
3. **Análisis prospectivo.** Ésta es la tarea final y más visible de un intermediario de la información, e incluye tanto el análisis de negocios como el análisis de los estados financieros. Los resultados incluyen utilidades y pronósticos del flujo de efectivo.
4. **Recomendación.** Los analistas a menudo hacen recomendaciones específicas, como recomendaciones de comprar/retener/vender en el caso de acciones y bonos.

FALSA INFORMACIÓN
Los reguladores afirman que Merrill Lynch y la filial de Citigroup Smith Barney, publicaron un reporte optimista con el fin de atraer clientes para la banca de inversión. Asimismo, están investigando a CSFB y Morgan Stanley.

Al proporcionar información oportuna que a menudo es de naturaleza prospectiva y de fácil comprensión para la toma de decisiones sobre inversión, los intermediarios de inversión desempeñan un servicio importante. Supuestamente, el aumento de los intermediarios de la información ha reducido la importancia de los estados financieros para los mercados de capital. Sin embargo, los intermediarios de la información dependen en gran parte de los estados financieros, mientras que al mismo tiempo consideran a los estados financieros como una fuente de información competidora.

PROFETA DE LAS UTILIDADES
Según un estudio reciente, 1 025 de 6 000 compañías sobrepasaron los pronósticos de utilidades de los analistas por lo menos en nueve de los doce trimestres pasados.

NATURALEZA Y PROPÓSITO DE LA CONTABILIDAD FINANCIERA

En esta sección se estudian las cualidades, los principios y los acuerdos deseables que son la base de la contabilidad financiera. Con esta apreciación, es posible evaluar los puntos fuertes y débiles de la contabilidad y su utilidad para un análisis y una toma de decisiones eficaces.

Cualidades deseables de la información contable

La **relevancia** es la capacidad de la información de afectar una decisión y es la primera de dos cualidades principales de la información contable. Esto significa que la *oportunidad* es una característica deseable de la información contable. La razón que se halla detrás de los informes financieros provisionales (trimestrales) es en gran parte la oportunidad en tiempo.

La **confiabilidad** es la segunda cualidad importante de la información financiera. Para que la información sea confiable debe ser verificable, tener fidelidad de representación, y neutral. *Verificable* significa que la información se puede confirmar. *Fidelidad de representación* significa que la información refleja la realidad, y *neutralidad* significa que es veraz e imparcial.

La información contable a menudo requiere un equilibrio entre relevancia y confiabilidad. Por ejemplo, la manifestación de pronósticos incrementa la relevancia, pero reduce la confiabilidad. De igual manera, aun cuando los pronósticos de los analistas son relevantes, son menos confiables que las cifras reales basadas en datos históricos. Quienes determinan los estándares a menudo luchan con este equilibrio.

La comparabilidad y la consistencia son cualidades secundarias de la información contable. La *comparabilidad* implica que la información se mide en una forma similar entre las compañías. La consistencia implica que se utiliza el mismo método para operaciones similares a lo largo del tiempo. Para que la información sea relevante y confiable, se requieren tanto la comparabilidad como la consistencia.

Principios importantes de la contabilidad

Las cualidades deseables de la información contable sirven como un criterio conceptual para los principios contables. La utilización competente de las cifras contables para el análisis financiero requiere una comprensión del marco de trabajo contable en que se fundamenta el cálculo de aquéllas. Esto incluye los principios que gobiernan la medición de activos, pasivos, capital, ingresos, gastos, utilidades y pérdidas.

Costo histórico

El propósito de los sistemas contables es proporcionar información *imparcial y objetiva*. Debido a que el valor de un activo determinado mediante negociaciones contractuales entre partes independientes por lo común es imparcial y objetivo, de un modo usual los valores del *costo histórico* procedentes de las operaciones reales se asientan en los estados financieros. Con algunas excepciones, la práctica contable se apega a este concepto. Los valores del costo histórico disfrutan de una objetividad que sobrepasa a la de cualquier otro valor. El efecto de esta objetividad cuando los valores cambian posteriormente es disminuir la utilidad de los estados financieros. Esto se debe a que, en la mayoría de los casos, los valores del costo histórico no expresan los valores reales. Sin embargo, los usuarios de estados financieros desean un equilibrio entre los valores determinados objetivamente y los estimados de los valores reales de activos y pasivos. Por consiguiente, aun cuando en ocasiones se ajustan los valores del costo histórico, se está de acuerdo en que los valores del costo histórico son un acuerdo entre la confiabilidad y la relevancia.

Contabilidad según el principio de acumulación

La contabilidad moderna adopta la base de la acumulación por encima de la base más primitiva del flujo de efectivo. En la contabilidad según el principio de acumulación, los ingresos se registran cuando se ganan, sin considerar el recibo, o el pago de efectivo. Es probable que la base de la acumulación sea la característica más importante, pero también la más controversial, de la contabilidad moderna. Más adelante, este capítulo se centra en la contabilidad según el principio de acumulación.

Importancia

La *importancia,* según el FASB, es "la magnitud de una omisión o de un pronunciamiento erróneo de la información contable que, en vista de las circunstancias que la rodean, hace posible que el juicio de una persona razonable que confía en la información cambie o resulte afectado por la omisión o el pronunciamiento erróneo". Un problema con la importancia es la preocupación de que algunas personas que preparan los estados financieros y los auditores la utilicen para evitar divulgaciones indeseadas. Esto se complica por el hecho de que no hay criterios que guíen a quien prepara, o quien utiliza, la información para distinguir entre partidas importantes y no importantes.

Conservadurismo

OPORTUNIDAD EN TIEMPO (TIMING)

El registro de ingresos anticipados infla las ventas y las utilidades a corto plazo. Las industrias, como las de venta y servicio de software, donde los contratos de servicio y las mejoras en los productos (upgrades) son prácticas comunes, extienden el ingreso durante años, son especialmente vulnerables a la manipulación.

El *conservadurismo* entraña manifestar el punto de vista menos optimista al enfrentarse a la incertidumbre en la medición. El caso más común de este concepto es que las utilidades no se reconocen hasta que se realicen (por ejemplo, la apreciación en el valor del terreno), mientras que las pérdidas se reconocen de inmediato. El conservadurismo reduce tanto la confiabilidad como la relevancia de la información contable por lo menos en dos formas. En primer lugar, el conservadurismo subestima tanto los activos netos como el ingreso neto. Un segundo punto es que el conservadurismo resulta en el reconocimiento selectivamente demorado de las buenas noticias en los estados financieros, mientras que reconoce de inmediato las malas noticias. El conservadurismo tiene implicaciones importantes para el análisis. Si el propósito del análisis es la valuación del capital, es importante estimar la tendencia conservadora en los informes financieros y hacer los ajustes apropiados, de manera que los activos netos y utilidades netas se midan mejor. En el caso del análisis del crédito, el conservadurismo proporciona un margen de seguridad adicional. El conservadurismo también es un factor determinante de las características de las utilidades. Aun

cuando los estados financieros conservadores reducen la calidad de las utilidades, muchos usuarios (como Warren Buffet) consideran a la contabilidad conservadora como signo de un atributo superior de las utilidades. Esta evidente contradicción se explica porque la contabilidad conservadora se refleja en la responsabilidad, la confiabilidad y la credibilidad de la administración.

Relevancia y limitaciones de la contabilidad

Relevancia de la información contable financiera

La contabilidad para las actividades de negocios es imperfecta y tiene ciertas limitaciones. Es fácil enfocarse en estas imperfecciones y limitaciones. Sin embargo, no hay un sustituto comparable. La contabilidad es y sigue siendo el único sistema relevante y confiable para registrar, clasificar y resumir las actividades comerciales. El mejoramiento recae en los refinamientos de este sistema comprobado a lo largo del tiempo. Es responsabilidad de cualquiera que desee hacer un análisis financiero efectivo comprender la contabilidad, su terminología, sus prácticas, así como sus imperfecciones y limitaciones.

¿Exactamente qué tan relevante es la información de la contabilidad financiera para el análisis? Una forma de responder a esta pregunta es examinar qué tan bien las cifras contables reflejan o explican los precios de las acciones. La figura 2.2 hace un seguimiento de la capacidad de las

Investigación del análisis

INFORMACIÓN CONTABLE Y PRECIOS DE LAS ACCIONES

¿Explican las cifras contables breves, como las utilidades (ingreso neto), los precios y los rendimientos de las acciones de una compañía? La respuesta es sí. La evidencia de la investigación muestra un vínculo claro entre el tipo de *noticias* o de *sorpresas* comunicadas en las utilidades y los rendimientos sobre las acciones de una compañía. Las buenas noticias de las utilidades (sorpresa positiva) van acompañadas de rendimientos positivos sobre las acciones, mientras que las malas noticias de las utilidades (sorpresa negativa) están relacionadas con rendimientos negativos. Cuanto más buenas o malas son las noticias (es decir, cuanto mayor es la magnitud de la sorpresa de las utilidades), tanto más grandes son las reacciones que acompañan al precio de las acciones.

Una porción considerable de los rendimientos de las acciones relacionada con las noticias de las utilidades se produce antes del anuncio de las utilidades, lo que indica que el mercado accionario es capaz de inferir una gran parte de las noticias de las utilidades mucho antes de que éstas se anuncien. Esta evidencia sugiere que la información contable, en gran medida, realiza una *función de retroalimentación* en la que confirma las creencias previas del mercado. Es interesante observar que los rendimientos de las acciones después del anuncio de las utilidades también aparecen relacionados con las noticias de las utilidades. Supuestamente, este fenómeno, conocido como *desviación posterior al anuncio de las utilidades*, es una forma de ineficiencia del mercado accionario, y es aprovechado mediante varias estrategias de inversión basadas en el *impulso* o *momento*.

La investigación señala que muchos factores influyen en las relaciones entre las utilidades contables y los precios de las acciones. Tales factores incluyen elementos de la compañía, como riesgo, tamaño, apalancamiento y variabilidad, que disminuyen la influencia de las utilidades sobre los precios de las acciones, y elementos, como el crecimiento y la persistencia de las utilidades, que incrementan el efecto de dichos factores. Nuestro análisis debe reconocer aquellas influencias que afectan la relevancia de las cifras contables para el análisis de valores.

La investigación también demuestra que la importancia de la información de las utilidades para el mercado ha disminuido con el tiempo, en particular durante las dos últimas décadas. Algunas de las razones sugeridas para esa disminución son el mayor número de anuncios sobre pérdidas, la mayor magnitud de los cargos de una sola vez y de otras partidas especiales, así como el aumento de la importancia de la investigación y el desarrollo y de los activos intangibles. Sin embargo, la investigación revela que aun cuando la capacidad de las utilidades para explicar los precios ha disminuido con el tiempo, esto se ha visto compensado en gran medida por la creciente importancia del valor en libros.

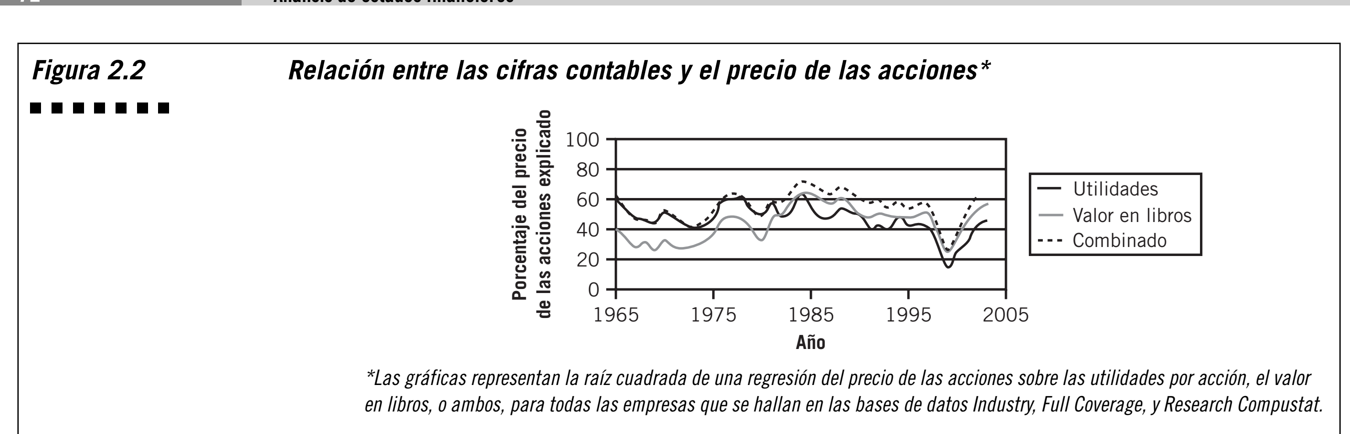


Figura 2.2 **Relación entre las cifras contables y el precio de las acciones***

**Las gráficas representan la raíz cuadrada de una regresión del precio de las acciones sobre las utilidades por acción, el valor en libros, o ambos, para todas las empresas que se hallan en las bases de datos Industry, Full Coverage, y Research Compustat.*

utilidades y del valor en libros para explicar los precios de las acciones, tanto por separado como en combinación, para una amplia muestra representativa de compañías a lo largo de un periodo reciente de 40 años. La figura indica que las utilidades y el valor en libros (combinados) son capaces de explicar entre 50 y 75% del comportamiento del precio de las acciones (excepto para el periodo de finales de la década de los noventa –la burbuja de las empresas [.com] punto com– cuando la capacidad explicativa fue bastante baja). Esto ocurre aun cuando el análisis lleva las de perder ante las cifras contables en varias formas. En primer lugar, no se ejerce control sobre muchos otros factores que afectan el precio de las acciones, como las tasas de interés. En segundo, sólo se consideran dos números concisos, quizá los dos más importantes, de entre la gran cantidad de información disponible en los estados financieros. Por último, se impone una relación idéntica entre las cifras contables y los precios de las acciones para todas las compañías, es decir, no se toman en cuenta las diferencias entre las compañías, como los efectos de la industria y los índices de crecimiento esperados.

La figura 2.2 no establece la causalidad. Es decir, no es posible establecer el grado al que las cifras contables determinan directamente los precios de las acciones. Lo anterior se debe a la presencia de una información alternativa, como los pronósticos del analista y las medidas estadísticas económicas utilizadas en la determinación del precio de las acciones. Con todo, recuerde que un elemento de la relevancia de la información contable es el valor de la retroalimentación para corregir o confirmar las creencias del inversionista. Como mínimo, este análisis respalda el valor de retroalimentación de la información contable al revelar el fuerte vínculo entre las cifras contables y el precio de las acciones.

Limitaciones de la información de los estados financieros

Los pronósticos, informes y recomendaciones de los analistas, junto con otras fuentes de información alternativa, son un competidor importante para la información contable. ¿Cuáles son las ventajas que ofrecen esas fuentes alternativas? Es posible identificar por lo menos tres:

1. **Oportunidad en tiempo.** Los estados financieros se preparan con tanta frecuencia como cada trimestre y por lo común se publican de tres a seis semanas después de finales del trimestre. En contraste, los analistas actualizan sus pronósticos y recomendaciones sobre una base casi de tiempo real, tan pronto como la información acerca de la compañía está disponible para ellos. Otras fuentes de información alternativa, como noticias de la economía, la industria o la compañía, también están fácilmente disponibles en muchas formas, incluida la Internet.
2. **Frecuencia.** La frecuencia se halla estrechamente vinculada con la oportunidad en tiempo. Los estados financieros se preparan periódicamente, por lo común cada trimestre. Sin embargo, las fuentes de información alternativa, incluidos los informes de los analistas, se dan a conocer al mercado siempre que los acontecimientos mercantiles requieran su modificación.
3. **Con miras al futuro.** Las fuentes de información alternativa, en particular los informes y pronósticos de los analistas, utilizan una gran cantidad de información con miras al futuro. Los estados financieros contienen pronósticos limitados. Además, la contabilidad basada en el costo histórico (y en el conservadurismo) por lo común produce *retrasos de reconocimiento,*

en los que ciertas actividades de negocios se registran con retraso. Para ilustrar lo anterior, considere una compañía que firma un contrato a largo plazo con un cliente. Un analista estimará el efecto de este contrato sobre las utilidades futuras y el valor de la empresa tan pronto como esté disponible la noticia de la firma del contrato. Los estados financieros sólo reconocen ese contrato en periodos futuros, cuando se entreguen los bienes o servicios.

A pesar de estas desventajas, los estados financieros siguen siendo una fuente de información importante para los mercados financieros.

CONTABILIDAD BASE ACUMULATIVA: LA PIEDRA ANGULAR DE LA CONTABILIDAD

Los estados financieros se preparan principalmente sobre una base de acumulación. Quienes apoyan este sistema creen decididamente que la contabilidad según el principio de acumulación es superior a la contabilidad basada en el efectivo para medir tanto el desempeño como la condición financiera. El número 1 de la publicación *Statement of Financial Accounting Concepts* (Declaración de conceptos de contabilidad financiera) señala que "la información acerca de las utilidades de la empresa basada en la contabilidad según el principio de acumulación, por lo general proporciona una mejor indicación de la capacidad presente y continua de las empresas para generar flujos de efectivo que la información limitada a los aspectos financieros de los recibos y pagos de efectivo".

La contabilidad según el principio de acumulación reclama una respuesta igualmente intensa entre sus detractores. Para los detractores, la contabilidad según el principio de acumulación es una mezcolanza de reglas complejas e imperfectas que obscurecen el propósito de los estados financieros al proporcionar información acerca de los flujos de efectivo y de la capacidad de generar efectivo. Para los críticos extremos, la contabilidad según el sistema de acumulación es una distracción, algo que distrae la atención y debilita paulatinamente el proceso de diseminación de la información. Estos críticos afirman que el propósito del análisis financiero es eliminar el velo de la contabilidad según el principio de acumulación y llegar a los flujos de efectivo fundamentales. Les preocupa lo intrincado de la contabilidad base acumulativa y la susceptibilidad de ésta a las manipulaciones de los administradores.

Esta sección presenta una evaluación crítica de la contabilidad según el principio de acumulación. Se examinan la relevancia y la importancia de la contabilidad base acumulativa, sus desventajas y limitaciones, así como las implicaciones del debate de la contabilidad base acumulativa comparadas con los flujos de efectivo para el análisis de los estados financieros. La meta de este libro no es tomar partido en este debate. Los autores piensan que los flujos de efectivo y la contabilidad base acumulativa sirven a diferentes propósitos y que ambos son importantes para el análisis financiero. No obstante, es conveniente hacer una advertencia en contra de ignorar la contabilidad base acumulativa. Para un analista es crucial comprender la contabilidad según el principio de acumulación a fin de efectuar un análisis financiero efectivo.

Contabilidad según el principio de acumulación: una ilustración

En esta parte se explica la contabilidad según el principio de acumulación, así como sus diferencias con la contabilidad basada en el efectivo, por medio de un ejemplo. Suponga que usted decide vender camisetas impresas a un precio de 10 dólares cada una. Su investigación sugiere que puede comprar camisetas lisas a un precio de 5 dólares cada una. La impresión supondría un gasto fijo directo de 100 dólares por la pantalla de impresión y otros 0.75 dólares por cada camiseta impresa. La publicidad inicial produce pedidos de 100 camisetas. Después, usted invierte 700 dólares en la empresa, compra camisetas lisas y la pantalla, e imprime las camisetas (los proveedores requieren que usted pague todos los gastos en efectivo). Para el final de su primera semana en el negocio, todas las camisetas están listas para la venta. Los clientes con pedidos que suman un total de 50 camisetas recogen sus prendas en esa primera semana. Pero de las 50 camisetas recogidas, sólo 25 se pagaron en efectivo. En el caso de las otras 25, usted convino en aceptar el pago la siguiente semana. Para evaluar el desempeño financiero de su negocio, usted prepara los informes de la contabilidad de efectivo al final de esta primera semana.

Estado de flujos de efectivo			Balance general (base de efectivo)	
Entradas			**Activos**	
Ventas de camisetas		$250	Efectivo	$275
Pagos (salidas)				
Compras de camisetas	$500			
Compra de la pantalla	100		**Capital Contable**	
Cargos de impresión	75		Capital inicial	$700
Pagos totales		(675)	Menos flujo neto de salida de efectivo	(425)
Flujo neto de salida de efectivo		$(425)	Capital total	$275

Los registros de la contabilidad de efectivo indican que usted perdió dinero. Esto lo sorprende. Sin embargo, su saldo de efectivo confirma la pérdida de 425 dólares de efectivo. Es decir, usted empezó con 700 dólares y ahora tiene 275 dólares en efectivo, obviamente ocurrió un flujo neto de salida de efectivo de 425 dólares. En consecuencia, usted reevalúa su decisión de seguir adelante con este negocio. Para ser precisos, usted había estimado el costo por camiseta (suponiendo ventas de 100 camisetas) así: 5 dólares por camiseta lisa, 1 dólar por la pantalla, y 0.75 dólares por la impresión. Esto hace que su costo total sea de 6.75 dólares por camiseta. A un precio de 10 dólares, usted esperaba obtener una utilidad de 3.25 dólares por camiseta. Sin embargo, las cuentas indican que perdió dinero.

¿Cómo es posible eso? Después de un análisis adicional, usted descubre los siguientes problemas con el estado de resultados base efectivo y el balance general (estado de situación financiera):

1. Usted no ha reconocido ningún ingreso de las 25 camisetas que se vendieron a cuenta (es decir, por las cuales usted tiene una cuenta por cobrar).
2. Ha tratado todas las camisetas compradas como un gasto. ¿No se debería comparar este costo con los ingresos que le producirán esas camisetas cuando se vendan?
3. De la misma manera, usted ha tratado todos los cargos de la compra de la pantalla y de la impresión de las camisetas como un gasto. ¿No se debería comparar este costo proporcionalmente con los ingresos que la pantalla contribuirá a generar cuando se reconozcan esos ingresos?

Si se toman en consideración esos factores, aparece que en realidad usted ha obtenido una utilidad de 162.50 dólares en su primera semana:

Estado de resultados		Balance General (base de acumulación)	
Ingresos		**Activos**	
Ventas de camisetas	$500.00	Efectivo	$275.00
		Inventario de camisetas	337.50
		Cuentas por cobrar	250.00
Gastos		Activos totales	$862.50
Costos de las camisetas	$250.00		
Depreciación de la pantalla	50.00	**Capital contable**	
Cargos de impresión	37.50	Capital inicial	$700.00
Gastos totales	(337.50)	Más utilidad neta	162.50
Utilidad neta	$162.50	Capital total	$862.50

Ahora, sus ingresos manifiestan todas las ventas de camisetas, aun de aquéllas cuyo pago todavía no se hace. Además, debido a que sólo se ha vendido la mitad de las camisetas, sólo el costo de producir las camisetas vendidas se refleja como un gasto, incluidos 250 dólares de costo de fabricación, 37.50 dólares de costos de impresión y 50 del costo de la pantalla (incluso esta cifra podría ser un porcentaje demasiado elevado si se espera que la pantalla produzca más de 100 camisetas). Tomando en cuenta la utilidad que se ha reconocido, el capital también se incrementa, lo que sugiere que a la larga usted retiraría más de lo que invirtió en el negocio.

Tanto el estado de resultados por acumulación como el balance tienen más sentido para usted que el registro conforme a la contabilidad de efectivo. Sin embargo, usted se siente inseguro acerca de las cifras con base acumulada. Son menos concretas que los flujos de efectivo, es decir, dependen de suposiciones. Por ejemplo, usted supuso que todos los que compraron una camiseta a crédito finalmente la pagarán. Si algunos clientes no pagan, entonces la utilidad neta (y las cifras de su saldo) cambiarán. Otra suposición es que las camisetas no vendidas en inventario valen su costo. ¿Cuál es la base de esta suposición? Si usted no las puede vender, probablemente carecen de valor. Pero si las vende, valen 10 dólares cada una. Aun cuando el costo de 6.75 dólares por camiseta parece un arreglo razonable, todavía está inseguro acerca de la confiabilidad de esta cifra. Sin embargo en general, aun cuando los números de la acumulación son más "conciliadores", tienen más sentido que los flujos de efectivo.

Marco de referencia de la contabilidad según el principio de acumulación

Concepto de acumulación

Una característica atractiva del flujo de efectivo es la simplicidad. Los flujos de efectivo son fáciles de comprender y el cálculo es directo. También hay algo tangible y seguro acerca de los flujos de efectivo. Son algo real, no una creación de los métodos contables. Pero por desgracia, cuando se trata de medir la capacidad de generar efectivo de una compañía, los flujos de efectivo tienen una utilización limitada.

La mayoría de las operaciones de negocios son a crédito. Además, las compañías invierten miles de millones de dólares en inventarios y activos a largo plazo, cuyo beneficio se produce a lo largo de muchos periodos futuros. En estos escenarios, la contabilidad de flujos de efectivo (no importa lo confiable que sea), no proporciona una perspectiva relevante de la condición y el desempeño financieros de una compañía.

La intención de la contabilidad según el principio de acumulación es informar a los usuarios acerca de las consecuencias de las actividades comerciales para los futuros flujos de efectivo de una empresa tan pronto como sea posible, con un nivel razonable de certidumbre. Lo anterior se logra reconociendo los ingresos ganados y los gastos en los que se ha incurrido, sin tomar en cuenta si los flujos de efectivo ocurren o no contemporáneamente. Esta separación entre los flujos de efectivo y el reconocimiento de ingreso y gasto se facilita con los *ajustes de acumulación*, que ajustan los flujos de entrada de efectivo y los flujos de salida de efectivo para producir ingresos y gastos. Los ajustes de acumulación se registran después de hacer suposiciones y estimados razonables. Sin sacrificar realmente la confiabilidad de la información contable. Por consiguiente, el criterio es una parte clave de la contabilidad según el principio de acumulación, y existen reglas y mecanismos institucionales para asegurar la confiabilidad.

La siguiente sección comienza definiendo la relación entre contabilidad base acumulativa y flujos de efectivo. Se señala que la contabilidad según el principio de acumulación y la de efectivo difieren principalmente a causa de las diferencias en cuanto al momento oportuno de reconocer las consecuencias del flujo de efectivo de las actividades comerciales y otros eventos. Enseguida se explica el proceso de acumulación del reconocimiento de ingreso y gastos y se examinan dos tipos de contabilidad base acumulativa, a corto plazo y a largo plazo.

Contabilidad base acumulativa y flujos de efectivo. Para explorar la relación entre contabilidad base acumulativa y flujos de efectivo para la empresa, es importante reconocer los tipos alternativos de flujos de efectivo. El *flujo de efectivo de las operaciones* se refiere al efectivo proveniente de las continuas actividades de operación de una compañía. El *flujo libre de efectivo* de la empresa refleja los efectos adicionales de inversiones y desinversiones en los activos de la operación. El atractivo del flujo libre de efectivo para el concepto de la empresa es que representa un efectivo que está libre para pagarles a los tenedores tanto de deuda como de capital. El *flujo libre de efectivo a capital*, que se introdujo en el capítulo 1, añade cambios en los niveles de deuda de la empresa al flujo libre de efectivo de la misma y, por consiguiente, produce flujos de efectivo que están disponibles

para los tenedores de capital. Cuando los economistas se refieren al flujo libre de efectivo, por lo común se refieren a una de estas definiciones de flujo libre de efectivo, una convención que se adopta en este libro. Por tanto flujo de efectivo básico es el *flujo neto de efectivo*, el cambio en el saldo de la cuenta en efectivo (obsérvese que efectivo incluye a los equivalentes de efectivo para todas estas definiciones).

Estrictamente definida, la *contabilidad base acumulativa* es la suma de los ajustes contables que hacen que el ingreso neto sea diferente del flujo neto de efectivo. Estos ajustes incluyen aquellos que afectan al ingreso cuando no hay efecto del flujo de efectivo (por ejemplo, ventas a crédito) y aquellos que aíslan a los efectos del flujo de efectivo del ingreso (por ejemplo, compras de activos). Debido a la partida doble, la contabilidad base acumulativa afecta al balance o incrementando o disminuyendo las cuentas de activos o pasivos en una cantidad igual. Es decir, una acumulación que incremente (disminuya) el ingreso también incrementará (disminuirá) un activo o disminuirá (incrementará) un pasivo.

Lo que se incluye en la contabilidad base acumulativa depende de la definición de flujo de efectivo. El significado más común de la contabilidad base acumulativa es el de ajustes contables que convierten el flujo efectivo de la operación en utilidad neta. Esto produce la siguiente identidad: **Utilidad neta = Flujo de efectivo de la operación + Acumulaciones**. Conforme a esta definición, la contabilidad base acumulativa es de dos tipos: acumulaciones a corto plazo, que están relacionadas con partidas del capital de trabajo, y acumulaciones a largo plazo, como depreciación y amortización. Más adelante en este capítulo se estudian estos dos tipos de contabilidad base acumulativa. Observe que esta definición de contabilidad base acumulativa no incluye las que se originan mediante el proceso de capitalización de costos relacionados con inmuebles, planta y equipo (PPE: Property, plant, and equipment) como activos a largo plazo.

La contabilidad según el principio de acumulación reduce los problemas de oportunidad en tiempo y de correspondencia. La diferencia entre la contabilidad según el principio de acumulación y la contabilidad de efectivo es referente a oportunidad en tiempo y de correspondencia. La contabilidad según el principio de acumulación libra los problemas tanto de oportunidad como de correspondencia que le son inherentes a la contabilidad basada en el efectivo. Los problemas de *oportunidad en tiempo* se refieren a los flujos de efectivo que no ocurren contemporáneamente con las actividades comerciales que producen los flujos de efectivo. Por ejemplo, una venta se produce en el primer trimestre, pero el efectivo de la venta llega en el segundo trimestre. Los problemas de *correspondencia* se refieren a los flujos de entrada de efectivo y a los flujos de salida de efectivo que resultan de las actividades comerciales, pero que no coinciden en el tiempo, como los honorarios recibidos por servicios de consultoría que no están vinculados en el tiempo con los salarios pagados a los consultores que trabajan en el proyecto.

Los problemas de oportunidad y correspondencia relacionados con los flujos de efectivo surgen por dos razones por lo menos. En primer lugar, una economía de crédito necesita que las operaciones, casi siempre, no impliquen una transferencia inmediata de efectivo. Las operaciones a crédito reducen la capacidad de los flujos de efectivo de seguir las actividades comerciales de forma oportuna. En segundo, a menudo se incurre en costos antes de realizar sus beneficios, en particular cuando los costos implican inversiones en planta y equipo. Por consiguiente, la medición de los costos cuando ocurren flujos de salida de efectivo a menudo no refleja la condición y el desempeño financieros.

Observe que a lo largo de la vida de una compañía, los flujos de efectivo y el ingreso acumulado son iguales. Esto se debe a que una vez que han concluido todas las actividades comerciales, se resuelven los problemas de oportunidad y de correspondencia. Sin embargo, como observó en una ocasión el economista John Maynard Keynes, "A la larga, todos estamos muertos". Esto tiene la intención de subrayar la importancia de medir la condición y el desempeño financieros a corto plazo, por lo común en puntos periódicos a lo largo de la vida de una compañía. Cuanto más breves esos intervalos, tanto más evidentes las limitaciones de la contabilidad del flujo de efectivo.

Proceso de acumulación: reconocimiento de ingresos y correspondencia de gastos. La contabilidad según el principio de acumulación incluye dos principios fundamentales, reconocimiento de ingresos y correspondencia de gastos, que guían a las compañías acerca de cuándo se deben reconocer los ingresos y los gastos:

1. **Reconocimiento de ingresos.** Los ingresos se reconocen cuando se ganan y se realizan o son realizables. Los ingresos se *ganan* cuando la compañía entrega sus productos o servicios. Esto significa que la compañía ha cumplido con su parte del trato. Los ingresos se *realizan* cuando el efectivo se adquiere a cambio de los productos o servicios entregados. Los ingresos son *realizables* cuando la compañía recibe un activo a cambio de los productos o servicios entregados (a menudo cuentas por cobrar) que es convertible en efectivo. En ocasiones resulta difícil decidir cuándo se reconocen los ingresos. Aunque los ingresos por lo común se reconocen en el punto de venta (cuando se entregan), también se pueden reconocer, dependiendo de las circunstancias, cuando se está preparando un producto, o un servicio; cuando éste está terminado; o cuando se recibe el efectivo. En el capítulo 6 se vuelve a examinar el tema del reconocimiento de los ingresos.
2. **Correspondencia de gastos.** La contabilidad según el principio de acumulación dispone que los gastos se igualen con sus ingresos correspondientes. Este proceso de correspondencia es diferente para dos tipos principales de gastos. Los gastos que se originan en la producción de un producto, o servicio, llamados *costos del producto,* se reconocen cuando se entrega el producto o el servicio. Todos los costos del producto permanecen en el balance como inventario hasta que se venden los productos, en cuyo momento se transfieren al estado de resultados como costo de los bienes vendidos (COGS: Cost of goods sold). El otro tipo de costos se conoce como *costos del periodo.* Algunos costos del periodo se relacionan con la venta del producto, o servicio, y se hacen corresponder con los ingresos cuando se reconocen los ingresos con los cuales están relacionados. Otros costos del periodo, como gastos administrativos, no se relacionan directamente con la producción o la venta de productos o servicios. Se incurre en ellos en el periodo en que ocurren, que no es necesariamente cuando ocurren los flujos de salida de efectivo. En el capítulo 6 se vuelve a estudiar el tema de los criterios de correspondencia.

FRAUDE DE VENTAS
El precio de las acciones de McKesson HBOC bajó casi a la mitad cuando reconoció que, en realidad, más de 44 millones de dólares en ingresos registrados, no eran tal, de hecho ni siquiera se habían realizado. Una señal de advertencia fue: el flujo de efectivo de la operación bajó significativamente antes que las utilidades.

Contabilidad base acumulativa a corto y a largo plazo. La *contabilidad base acumulativa a corto plazo* se refiere a las diferencias en cuanto a oportunidad a corto plazo entre el ingreso y el flujo de efectivo. Estas acumulaciones generan partidas de capital de trabajo en el balance (activos circulantes y pasivos circulantes) y también se llaman *contabilidad base acumulativa del capital de trabajo.* Las acumulaciones a corto plazo se originan principalmente a partir de inventarios y operaciones a crédito que dan origen a todo tipo de cuentas por cobrar y cuentas por pagar, como deudores y acreedores comerciales, gastos prepagados y anticipos recibidos. Las acumulaciones a largo plazo se originan de la capitalización. La *capitalización* de activos es el proceso de diferir los costos en los que se incurre en el periodo actual, y cuyos beneficios se esperan en periodos futuros. Este proceso genera activos a largo plazo, como planta, maquinaria y crédito mercantil (goodwill). Los costos de estos activos se asignan a lo largo de los periodos de beneficios y constituyen una gran parte de las acumulaciones a largo plazo; en el capítulo 4 se realiza un examen adicional de éstas. La contabilidad para acumulaciones a largo plazo es más compleja y subjetiva que la de la de corto plazo (con la posible excepción de los inventarios). Las implicaciones de las acumulaciones a corto plazo son más directas y se pueden determinar más fácilmente. Por consiguiente, la investigación del análisis encuentra que la contabilidad base acumulativa a corto plazo es más útil en la valuación de la compañía (véase Dechow, 1994).

Relevancia y limitaciones de la contabilidad según el principio de acumulación

Esta sección ofrece una evaluación crítica de los efectos que tiene la contabilidad según el principio de acumulación sobre los estados financieros. Después, se examinan los puntos fuertes y débiles conceptuales y empíricos de la contabilidad según el principio de acumulación, con respecto a la contabilidad basada en el efectivo, para medir el desempeño y predecir los futuros flujos de efectivo.

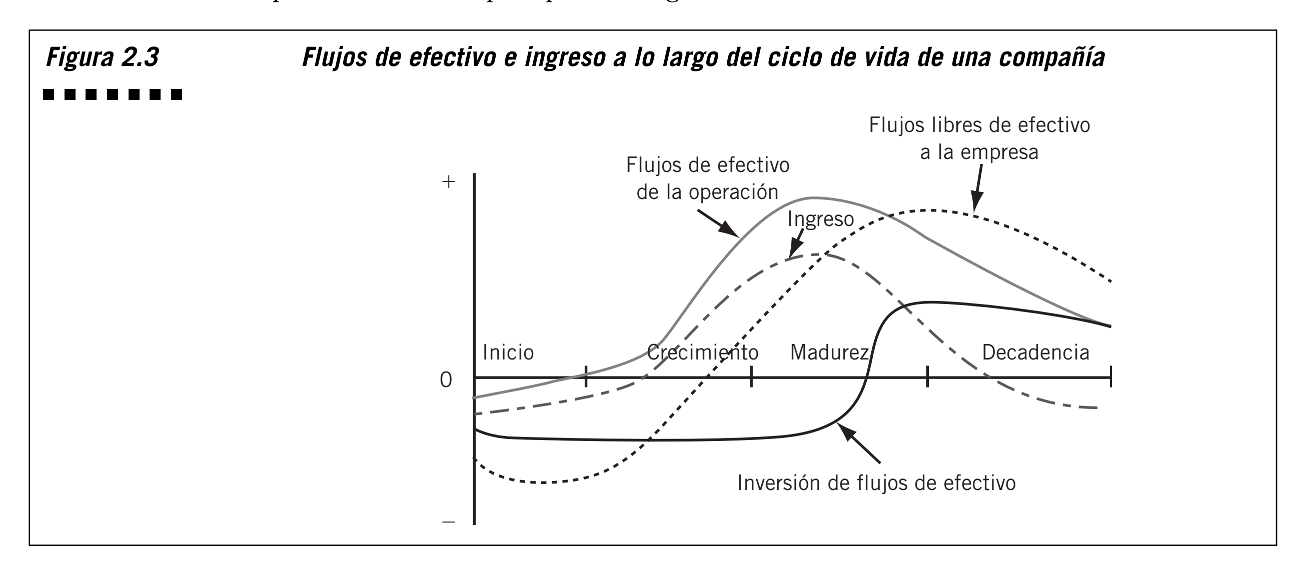
Relevancia de la contabilidad según el principio de acumulación

Relevancia conceptual de la contabilidad según el principio de acumulación. La superioridad conceptual de la contabilidad según el principio de acumulación sobre los flujos de efectivo apa-

rece porque el estado de resultados (y el balance) basados en la acumulación son más relevantes para medir la capacidad presente y futura de una compañía de generar ingresos. La contabilidad base acumulativa tanto a corto como a largo plazo son importantes para la relevancia del ingreso en comparación con los flujos de efectivo, como se describe aquí:

- **Relevancia de la contabilidad base acumulativa a corto plazo.** La contabilidad base acumulativa a corto plazo mejora la relevancia de la contabilidad al ayudar a registrar los ingresos cuando se ganan y los gastos cuando se incurre en ellos. Estas acumulaciones producen una cifra del ingreso que refleja mejor la rentabilidad y crea también activos circulantes y pasivos circulantes que proporcionan información útil acerca de la condición financiera.
- **Relevancia de la contabilidad base acumulativa a largo plazo.** Para ver la importancia de la contabilidad base acumulativa a largo plazo, obsérvese que el flujo libre de efectivo a la empresa se calcula restando las inversiones en activos a largo plazo de la operación del flujo de efectivo de la operación. Estas inversiones plantean problemas para el flujo libre de efectivo. En primer lugar, esas inversiones por lo común son considerables y ocurren infrecuentemente. Esto induce la volatilidad en el flujo libre de efectivo. En segundo, el flujo libre de efectivo trata el crecimiento de capital y el reemplazo de capital en forma sinónima. Las inversiones en nuevos proyectos a menudo son de buen agüero para una compañía y el mercado por lo común reacciona en forma positiva a esos gastos de capital. Sin embargo, todos los gastos de capital reducen el flujo libre de efectivo. Este problema con el flujo libre de efectivo se hace evidente en los patrones típicos de los flujos de efectivo de operación y de inversión, así como en la suma de éstos, flujos libres de efectivo a la empresa, a lo largo del ciclo de vida de una compañía, como se indica en la figura 2.3. Los flujos de efectivo de la inversión son negativos hasta cerca de su madurez, y esos flujos de salida dominan a los flujos de entrada de efectivo durante la mayor parte de la fase de crecimiento. Lo anterior significa que el flujo libre de efectivo tiende a ser negativo hasta que madura el negocio de la compañía. A finales de su madurez y decadencia, una compañía se deshace de sus activos, generando flujos de efectivo positivos de la inversión y, por consiguiente, un flujo libre de efectivo positivo. Esto quiere decir que el flujo libre de efectivo es negativo en la etapa de crecimiento, pero positivo en la etapa de decadencia, lo que envía un mensaje *contrario* acerca de las perspectivas de una compañía. Los flujos de efectivo de la operación no resultan afectados por las inversiones de operación debido a que aquellos las ignoran.

Figura 2.3 ***Flujos de efectivo e ingreso a lo largo del ciclo de vida de una compañía***



La contabilidad según el principio de acumulación supera estas limitaciones del flujo libre de efectivo al capitalizar las inversiones en activos a largo plazo y asignar los costos de éstas a lo largo de futuros periodos de beneficio. Este proceso de capitalización y asignación mejora la relevancia del ingreso tanto al reducir la volatilidad como al hacer que los costos de las inversiones a largo plazo correspondan a los beneficios. La superioridad de la contabilidad base acumulativa

para proporcionar información relevante acerca del desempeño y la condición financieros de una compañía, así como para predecir los futuros flujos de efectivo, se explica como sigue:

- **Desempeño financiero.** El reconocimiento de los ingresos y la correspondencia con los gastos produce una cifra de ingresos superior a los flujos de efectivo para evaluar el desempeño financiero. El reconocimiento de los ingresos asegura que se dé razón de todos los ingresos ganados en un periodo. La correspondencia asegura que sólo se registren los gastos atribuibles a los ingresos ganados en un periodo.
- **Condición financiera.** La contabilidad según el principio de acumulación produce un balance que refleja con mayor precisión la cantidad de recursos disponibles para la compañía con el fin de generar futuros flujos de efectivo.
- **Predicción de los futuros flujos de efectivo.** El ingreso acumulado es un elemento de predicción de los futuros flujos de efectivo superior a los flujos de efectivo actuales al menos por dos razones. En primer lugar, por medio del reconocimiento de ingresos, refleja las consecuencias de los futuros flujos de efectivo. Por ejemplo, una venta a crédito el día de hoy pronostica que se recibirá efectivo procedente del cliente en el futuro. En segundo, la contabilidad según el principio de acumulación alinea mejor los flujos de entrada y los flujos de salida a lo largo del tiempo mediante el proceso de correspondencia. Esto significa que el ingreso es un elemento de predicción más estable y más confiable de los flujos de efectivo.

VIGILANCIA DE LAS VENTAS
Si las cuentas por cobrar están aumentando con mayor rapidez que las ventas, se justifica un escrutinio especial.

VIGILANCIA DEL EFECTIVO
Para el caso de compañías que anuncian un fuerte crecimiento de ingresos, pero flujos de efectivo operativos negativos o a la baja, se requiere un análisis minucioso.

Relevancia empírica de la contabilidad según el principio de acumulación. Los críticos de la contabilidad según el principio de acumulación condenan el bajo nivel de confiabilidad de ésta y prefieren la confiabilidad de los flujos de efectivo. Quienes la apoyan aseguran que la relevancia adicional de la contabilidad según el principio de acumulación compensa el bajo nivel de confiabilidad. También señalan mecanismos institucionales, como los GAAP y las auditorías, que aseguran por lo menos una confiabilidad mínima aceptable. Para observar si la contabilidad según el principio de acumulación funciona, examínese qué tan bien el ingreso y los flujos de efectivo acumulados miden el desempeño financiero de una compañía.

Considere dos minoristas, Target y Wal-Mart. La figura 2.4 muestra el precio ajustado dividido por acción de las acciones, utilidad neta y las cifras del flujo libre de efectivo para las dos compañías durante el periodo de 10 años de 1995 a 2004.

Comparación de precio de las acciones, utilidad neta y flujo libre de efectivo: Target y Wal-Mart — *Figura 2.4*

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Target										
Precio	5.72	6.19	9.41	17.98	31.88	32.94	37.98	44.41	28.21	37.96
Utilidad neta	0.50	0.36	0.53	0.86	1.06	1.30	1.40	1.52	1.82	2.02
Flujo libre de efectivo	(0.40)	(0.59)	0.01	0.32	0.03	0.16	(0.90)	(1.52)	(2.04)	(0.09)
Wal-Mart										
Precio	11.44	10.19	11.88	19.91	43.00	54.75	56.80	59.98	47.80	53.85
Utilidad neta	0.58	0.60	0.67	0.78	0.99	1.21	1.41	1.49	1.82	2.08
Flujo libre de efectivo	(0.27)	(0.36)	0.61	0.86	0.71	0.25	0.11	0.14	0.42	0.94

Todas las cifras son en dólares ajustadas en caso de splits por acción gracias a Compustat.

Target y Wal-Mart presentan un contraste interesante de utilidad neta y flujo libre de efectivo para este periodo. Las dos compañías están creciendo y la utilidad neta por acción es casi idéntica durante todo el periodo de 10 años.

Wal-Mart manifiesta flujos libres de efectivo positivos en ocho de los diez años, mientras que el flujo libre de efectivo de Target es negativo en seis de los últimos diez años y en cada uno de los últimos cuatro años. Aunque el flujo libre de efectivo de Wal-Mart refleja un vigoroso desempeño de la operación, el de Target no da información acerca de las intensas actividades de operación de la compañía. Y a pesar de su flujo libre de efectivo más elevado, el precio de las

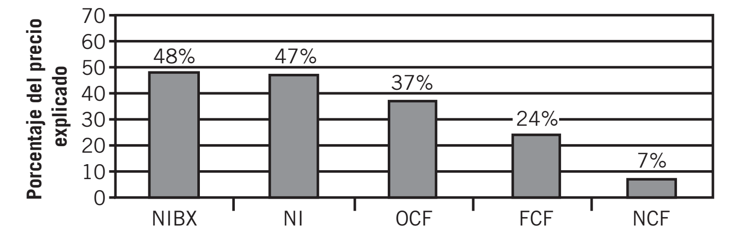
acciones de Wal-Mart se ha incrementado 4.7 veces durante este periodo de 10 años, en tanto que el de Target se ha incrementado 6.6 veces.

¿Qué es lo que impulsa la relación inversa entre el flujo libre de efectivo y el desempeño, tanto en el caso de Wal-Mart como en el de Target? A fin de obtener una respuesta, es necesario volver a la figura 2.3 y al examen de los patrones del flujo de efectivo durante el ciclo de vida de una compañía. Wal-Mart probablemente está casi al final de su ciclo de crecimiento y está entrando a la madurez. Mientras crecía, generaba un flujo libre de efectivo negativo debido a que gastaba continuamente más efectivo en su crecimiento que lo que ganaba de sus operaciones. El flujo libre de efectivo de Wal-Mart aumentó en años recientes debido a que su crecimiento disminuyó y las primeras inversiones están produciendo en la actualidad flujos de efectivo de la operación. Los patrones del flujo de efectivo de Wal-Mart concuerdan con el modelo de ciclo de vida para una compañía que está haciendo una transición del crecimiento a la madurez. En contraste, Target está creciendo marcadamente. Como lo predice el modelo del ciclo de vida, los flujos de efectivo de inversión de Target desde 2001 son negativos, lo que refleja su crecimiento en cuanto a la inversión en tiendas. Durante los últimos cinco años, los gastos de capital de Target han tenido un promedio de 144% del flujo de efectivo neto de las actividades de operación, en comparación con 73% para Wal-Mart durante el mismo periodo.

Para apreciar la limitación del flujo libre de efectivo y la capacidad del ingreso acumulado para medir el desempeño financiero, tratemos de predecir el desempeño tanto de Wal-Mart como de Target utilizando el patrón del ingreso neto y el flujo libre de efectivo para este periodo. En el caso de Target, los flujos libres de efectivo en los años recientes dan una imagen desconsoladora de la compañía, aunque la rentabilidad sigue siendo fuerte. Por otra parte, las series de ingreso neto y de flujos de efectivo de Wal-Mart muestran una imagen de un crecimiento y una rentabilidad continuos. ¿Qué medida, el ingreso acumulado o el flujo libre de efectivo, refleja mejor el desempeño financiero? ¿Qué medida le hubiera resultado a usted, como inversionista de capital, más útil para predecir los precios de las acciones? Para responder a estas preguntas, compare estas medidas del desempeño con los precios reales de las acciones de las dos compañías durante este periodo. Esta comparación muestra la capacidad del ingreso neto para hacer un seguimiento de los precios de las acciones en relación con el flujo libre de efectivo. Ambas compañías han experimentado incrementos similares en el precio de las acciones por acción y en las utilidades por acción, en tanto que los resultados del flujo libre de efectivo por acción son notablemente diferentes.

Un caso no constituye una regla. ¿Los casos de Target y Wal-Mart podrían ser únicos en el sentido de que el flujo libre de efectivo es de otro modo superior a la utilidad neta como un indicador del valor? Para responder a esa pregunta, examínese la relación entre el precio de las acciones y las medidas alternativas del ingreso y del flujo de efectivo para una muestra grande de empresas durante un periodo reciente de 10 años. Este testimonio se explica en la figura 2.5. En ésta se observan las medidas de la raíz cuadrada que reflejan las medidas de la capacidad del desempeño para explicar los precios de las acciones. Obsérvese que las dos medidas del ingreso (NI y NIBX) son mejores que las del flujo de efectivo de la operación (OCF) o del flujo libre de efectivo (FCF) para explicar los precios de las acciones. De igual manera, el flujo neto de efectivo (cambio en el saldo de efectivo) no ofrece ninguna información.

Figura 2.5 **Relación entre el precio de las acciones y varias medidas del ingreso y del flujo de efectivo**

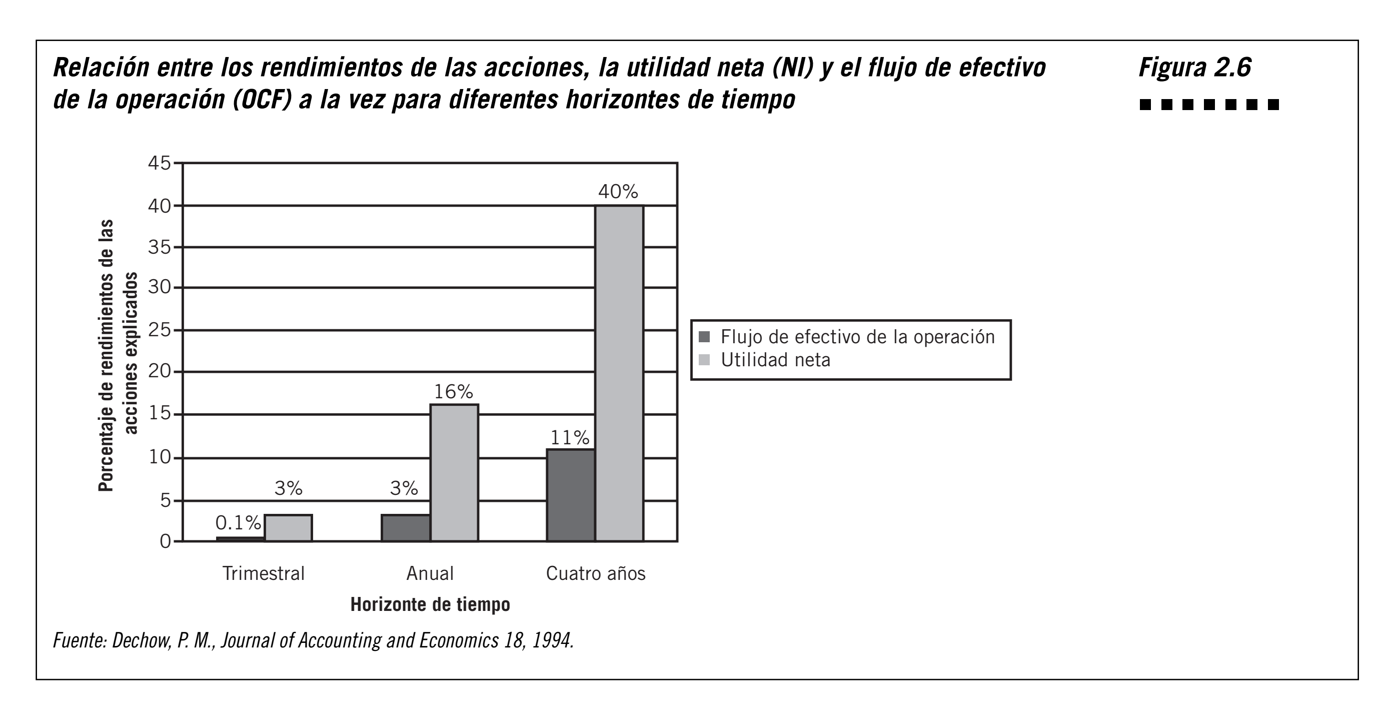


Análisis para el periodo de 1993 a 2003 utilizando 7 338 empresas cuya información se halla en la base de datos Compustat. La gráfica representa la raíz cuadrada de regresiones entre el precio dentro y fuera del periodo y varias medidas del flujo de efectivo y del ingreso. NIBX = Ingreso neto antes de partidas extraordinarias u operaciones discontinuadas; NI = Ingreso neto; OCF = Flujo de efectivo de la operación; FCF = Flujo libre de efectivo; NCF = Flujo neto de efectivo (cambio en el efectivo).

Una diferencia importante entre la contabilidad según el principio de acumulación y la contabilidad del flujo de efectivo es el momento oportuno para reconocer las actividades comerciales. El ingreso acumulado reconoce los efectos de la mayoría de las actividades comerciales de manera más oportuna. Para tener una prueba de esto, véase la relación entre rendimientos de las acciones, utilidad neta y flujo de efectivo de la operación durante diferentes horizontes de tiempo. Si se supone que los precios de las acciones restringen los efectos de las actividades de los negocios de forma oportuna, entonces la relación entre los rendimientos de las acciones y las medidas alternativas del desempeño se refleja en el grado de oportunidad de esas medidas. La figura 2.6 es una prueba de la capacidad de la utilidad neta y el flujo de efectivo de la operación para explicar los rendimientos de las acciones a lo largo de horizontes trimestrales, anuales y por varios años. La utilidad neta domina a los flujos de efectivo de la operación en todos los horizontes. Aunque el grado de oportunidad de la oportunidad neta es menos extraordinario para horizontes más cortos, se mantiene su superioridad sobre el flujo de efectivo de la operación. La capacidad del flujo de efectivo de la operación para explicar los rendimientos de las acciones a lo largo de horizontes cortos (trimestrales y anuales) es particularmente deficiente. Esta evidencia apoya la noción de que el ingreso de acumulación refleja los efectos de las actividades de negocios de manera más oportuna que los flujos de efectivo.

Relación entre los rendimientos de las acciones, la utilidad neta (NI) y el flujo de efectivo de la operación (OCF) a la vez para diferentes horizontes de tiempo

Figura 2.6



Fuente: Dechow, P. M., Journal of Accounting and Economics 18, 1994.

Análisis de las implicaciones de la contabilidad según el principio de acumulación

La contabilidad según el principio de la acumulación está arraigada profundamente en los negocios modernos. Wall Street se enfoca en el ingreso acumulado, no en los flujos de efectivo. Es sabido que la contabilidad según el principio de acumulación es superior a la contabilidad basada en el efectivo para medir el desempeño y la condición financieros y para pronosticar los futuros flujos de efectivo. Sin embargo, la contabilidad según el principio de acumulación tiene limitaciones. En consecuencia, ¿las cifras de la contabilidad según el principio de acumulación siempre se deben utilizar en el análisis y la valuación de negocios, o en ocasiones se deben abandonar en favor de los flujos de efectivo más seguros? Si se utiliza la contabilidad según el principio de acumulación, ¿cómo se abordan sus limitaciones? ¿Cuál es la función de los flujos de efectivo en un mundo de contabilidad según el principio de acumulación? Esta sección proporciona algunas respuestas a estas preguntas. Se comienza con los mitos y las verdades de la contabilidad según el principio de acumulación y de la contabilidad base efectivo. Después, se estudia la función de la contabilidad base acumulativa y de los flujos de efectivo en el análisis de los estados financieros.

Mitos y verdades acerca de la contabilidad base acumulativa y los flujos de efectivo

Existen varias aserciones, tanto positivas como negativas, concernientes a la contabilidad base acumulativa y los flujos de efectivo. Es importante que un analista sepa cuáles son ciertas y cuáles no.

Contabilidad base acumulativa y flujos de efectivo: mitos. Hay varios mitos y malas interpretaciones acerca de la contabilidad según el principio de acumulación, el ingreso y el flujo de efectivo:

- Mito: *Puesto que el valor de la compañía depende de los futuros flujos de efectivo, sólo los flujos de efectivo actuales son relevantes para la valuación.* Incluso si se acepta que el valor de una compañía depende sólo de los futuros flujos de efectivo, no hay razón para vincular necesariamente los flujos de efectivo actuales con los futuros flujos de efectivo. Ya se ha demostrado que el ingreso actual es un elemento de predicción de los futuros flujos de efectivo superior al flujo de efectivo actual. De igual manera, se ha demostrado que el ingreso explica mejor los precios de las acciones que el flujo de efectivo.
- Mito: *Todos los flujos de efectivo son relevantes para el valor.* Muchos flujos de efectivo no afectan el valor de la compañía; por ejemplo, el efectivo cobrado de los clientes a cuenta. Asimismo, ciertas clases de flujos de efectivo se relacionan de manera negativa con el valor de la compañía; por ejemplo, los gastos de capital reducen el flujo libre de efectivo, pero por lo común incrementan el valor de la compañía. La figura 2.7 proporciona ejemplos adicionales.

Figura 2.7 ***Efectos de las operaciones sobre las utilidades, el flujo libre de efectivo y el valor de la compañía***

Operación	Efecto en las utilidades	Efecto en el flujo libre de efectivo	Efecto en el valor de la compañía (valor presente de los futuros dividendos)
Ventas a crédito	Incremento	Ninguno	Incremento
Cobranzas de efectivo sobre ventas a crédito	Ninguno	Incremento	Ninguno
Reducciones del inventario	Disminución	Ninguno	Disminución
Cambio de depreciación de línea recta a saldo en disminución	Disminución	Ninguno	Ninguno
Compra en efectivo de activos de la planta	Ninguno	Disminución	Ninguno*

**Si los activos de la planta producen un rendimiento sobre la inversión mayor que el capital, eso incrementará el valor de la compañía.*

- Mito: *Todos los ajustes de la contabilidad según el principio de acumulación no son relevantes para el valor.* Es cierto que los ajustes contables "decorativos", como los métodos contables alternativos para la misma actividad de negocios básica no producen diferentes valuaciones. Sin embargo, no todos los ajustes contables son decorativos. Una de las metas principales de la contabilidad según el principio de acumulación es hacer ajustes en las operaciones que tienen implicaciones futuras para el flujo de efectivo, aun cuando no ocurran en forma simultánea flujos de entrada o flujos de salida de efectivo –un ejemplo de lo anterior es una venta a crédito, como se muestra en la figura 2.7.–
- Mito: *Los flujos de efectivo no se pueden manipular.* Esta declaración no sólo es falsa, sino que probablemente es más fácil manipular los flujos de efectivo que manipular el ingreso. Por ejemplo, los flujos de efectivo se pueden incrementar ya sea demorando los gastos de capital o el pago de gastos, o bien acelerando las cobranzas de efectivo a los clientes.
- Mito: *Todo el ingreso se manipula.* Algunos administradores sí administran el ingreso, y es posible que la frecuencia de esta práctica esté en aumento. Sin embargo, las acciones de la SEC para hacer cumplir la ley orientadas a los informes financieros fraudulentos y a la modificación de estados financieros previamente presentados afectan a un pequeño porcentaje de las compañías que cotizan públicamente.
- Mito: *A la larga, es imposible administrar continuamente el ingreso para incrementarlo.* Algunos usuarios aseguran que es imposible administrar el ingreso para incrementarlo año tras año, debido a que las reglas contables dictan que la contabilidad base acumulativa a la larga se in-

Investigación del análisis

DESEMPEÑO RELATIVO DE LOS FLUJOS DE EFECTIVO Y LA CONTABILIDAD BASE ACUMULATIVA

La capacidad relativa de los flujos de efectivo y de la contabilidad base acumulativa para proporcionar información relevante para el valor es objeto de mucha investigación. Una línea de investigación aborda este asunto al examinar la capacidad relativa de los flujos de efectivo y de la contabilidad base acumulativa para explicar los rendimientos de las acciones, según la suposición de que el precio de las acciones es el mejor indicador del valor intrínseco de una compañía. La evidencia indica que tanto los flujos de efectivo de la operación como la contabilidad base acumulativa proporcionan una información de incremento, o incremental, relevante para el valor. Empero, la utilidad neta (que es la suma de las acumulaciones contables y los flujos de efectivo de la operación) es superior a los flujos de efectivo de la operación en lo concerniente a explicar los rendimientos sobre las acciones. La superioridad del ingreso es especialmente evidente para los horizontes a corto plazo; recuerde que la diferencia entre ingreso y flujos de efectivo es principalmente la oportunidad en tiempo, y por consiguiente, en los horizontes a largo plazo –por ejemplo, cinco años o más– el ingreso y los flujos de efectivo de la operación tienden a converger. Los flujos de efectivo de la operación tienden a desempeñarse mal en el caso de las compañías en que los problemas de la oportunidad y de la correspondencia de los flujos de efectivo son más marcados.

La utilización del precio de las acciones como un indicador del valor intrínseco es cuestionable debido a la reciente evidencia de que el mercado le podría estar reconociendo más peso al componente de acumulación del ingreso que el que está justificado, posiblemente a causa de una *fijación* en el ingreso básico. Esta evidencia indica que los flujos de efectivo de la operación son más persistentes que los acumulados y que el mercado sobrestima la capacidad de la contabilidad base acumulativa para predecir la futura rentabilidad. Es decir, resulta posible ganar utilidades anormales mediante una estrategia de comprar acciones de compañías con acumulaciones más bajas y acortarlas con acumulaciones más elevadas.

La investigación también demuestra que el ingreso es superior al flujo de efectivo de la operación para predecir el futuro ingreso. Sin embargo, los indicios relacionados con la capacidad relativa del ingreso y del flujo de efectivo de las operaciones para predecir el futuro flujo de efectivo son variados. Aun cuando el flujo de efectivo de la operación es superior al ingreso para predecir el flujo de efectivo de la operación, en particular a corto plazo, tanto el ingreso como el flujo de efectivo de la operación son útiles en esta tarea. Esta investigación también revela la utilidad de los flujos de efectivo de inversión y financiamiento para propósitos de predicción.

En suma, aun cuando la autoridad de la investigación demuestra la superioridad de la contabilidad base acumulativa sobre los flujos de efectivo en lo tocante a proporcionar información relevante para el valor, *tanto* la contabilidad base acumulativa *como* los flujos de efectivo son útiles desde el punto de vista de los incrementos. Esto sugiere que el ingreso acumulado y el flujo de efectivo deben ser considerados como complementos en vez de sustitutos. La investigación también señala que la relativa importancia de la contabilidad base acumulativa y de los flujos de efectivo depende de características, como la membresía en la industria, el ciclo de operación, y el punto particular en el ciclo de vida de una compañía.

vierten –es decir, la contabilidad según el principio de acumulación y la contabilidad basada en el efectivo coinciden a la larga–. Aun así, muchas compañías pueden administrar en forma agresiva el incremento en el ingreso durante varios años a la vez. Además, una compañía en crecimiento es capaz de administrar el ingreso para que se incremente durante un periodo todavía más prolongado debido a que es probable que los ajustes ascendentes del periodo actual excedan a la reversión de ajustes más pequeños de los años anteriores. De igual manera, algunas compañías hacen una limpia de activos (big bath) cuando experimentan un periodo malo para reconocer los gastos demorados, o registran en forma agresiva los gastos futuros. Esto permite que una compañía administre con mayor facilidad su creciente ingreso en futuros periodos, debido a las pocas reversiones de acumulaciones.

Contabilidad base acumulativa y flujos de efectivo: verdades. La lógica y las pruebas apuntan hacia varias verdades notables acerca de la contabilidad según el principio de acumulación, el ingreso y el flujo de efectivo.

- Verdad: *La contabilidad según el principio de acumulación (ingreso) es más relevante que el flujo de efectivo.* Tanto en el aspecto conceptual como en el práctico, el ingreso acumulado es más relevante que el flujo de efectivo para medir la condición y el desempeño financieros, así como

en la valuación. Observe que esta afirmación no se opone a la obvia relevancia de los *futuros* flujos de efectivo. En vez de ello, indica que el flujo de efectivo *actual* es menos relevante que el ingreso actual.

- Verdad: *Los flujos de efectivo son más confiables que la contabilidad base acumulativa.* Esta afirmación es cierta y sugiere que los flujos de efectivo pueden, y lo hacen, desempeñar una función complementaria importante con la contabilidad base acumulativa. Sin embargo, las afirmaciones extremas, como "el flujo de efectivo no se puede manipular", no son ciertas. Cuando se analizan los flujos de efectivo, también se debe recordar que éstos son más volátiles que el ingreso.
- Verdad: *Las cifras de la contabilidad según el principio de acumulación están sujetas a distorsiones contables.* La existencia de métodos contables alternativos, conjuntamente con la administración de las utilidades, reduce tanto la comparabilidad como la consistencia de las cifras de la contabilidad según el principio de acumulación. Asimismo, las reglas contables arbitrarias y los errores de estimación pueden producir distorsiones contables. Es probable que un análisis o una valuación financiera que ignore estos hechos y los ajustes contables produzca resultados erróneos. Por ejemplo, un método de valuación que simplemente emplee razones de precio a utilidades calculadas utilizando el ingreso manifestado es menos efectivo.
- Verdad: *El valor de la compañía se puede determinar utilizando cifras provenientes de la contabilidad según el principio de acumulación.* Algunos individuos afirman erróneamente que el valor se determina *únicamente* sobre la base de los flujos de efectivo descontados. En el capítulo 1 se demostró que también es posible determinar el valor como la suma del valor en libros actual y el ingreso residual futuro descontado.

¿Debe prescindirse de la contabilidad base acumulativa en favor de los flujos de efectivo?

Algunos analistas aconsejan abandonar los modelos de valuación basados en el ingreso acumulado en favor de un modelo de flujo de efectivo. A menudo esta posición lleva implícita una postura de que la contabilidad según el principio de acumulación no es científica ni relevante. El efectivo, como ellos afirman, es el rey. Sin embargo, esta actitud es extremista.

Es sabido que la contabilidad según el principio de acumulación es imperfecta, y que las reglas arbitrarias, los errores de estimación y la administración de las utilidades distorsionan su utilidad. También se sabe que la contabilidad según el principio de acumulación es mejor que los flujos de efectivo en muchos aspectos; en cuanto a teoría es superior y en la práctica funciona. Por consiguiente, si se abandona la contabilidad según el principio de acumulación debido a sus limitaciones y se enfoca uno sólo en los flujos de efectivo, eso equivale a arrojar al bebé junto con el agua de la bañera. En las cifras contables basadas en la acumulación hay una enorme cantidad de información valiosa.

Este libro adopta un punto de vista favorable a la contabilidad según el principio de acumulación. Es decir, a pesar de sus peculiaridades, es útil e importante para el análisis financiero. El enfoque de los autores al análisis es estar conscientes de las limitaciones en la contabilidad según el principio de acumulación y evaluar y ajustar las cifras manifestadas en los estados financieros mediante un proceso de análisis contable. Mediante este proceso, un analista es capaz de aprovechar el caudal de la contabilidad según el principio de acumulación y, al mismo tiempo, reducir las distorsiones y limitaciones. Los flujos de efectivo también son importantes para el análisis. Entre otras cosas, sirven para verificar la confiabilidad de la contabilidad según el principio de acumulación un ingreso que continuamente se desvía de los flujos de efectivo por lo común es de baja calidad. De igual modo, como se observa en el capítulo 1, el análisis de las fuentes y las utilizaciones de fondos (o de flujos de efectivo) es crucial para un análisis financiero efectivo.

INTRODUCCCIÓN AL ANÁLISIS CONTABLE

El análisis contable es el proceso de evaluar el grado al que las cifras contables de una compañía reflejan la realidad económica. El análisis contable supone varias tareas, como evaluar el riesgo contable y las características de las utilidades de una compañía, estimar la capacidad de obtener

utilidades, y hacer los ajustes necesarios a los estados financieros, tanto para que reflejen mejor la realidad económica como para que ayuden en el análisis financiero.

El análisis de la contabilidad es una condición previa importante para efectuar un análisis financiero efectivo. Esto se debe a que la calidad del análisis financiero, y de las inferencias realizadas, depende de la calidad de la información contable implícita, la materia prima para el análisis. Aun cuando la contabilidad según el principio de acumulación permite percibir el desempeño y la condición financieros de una compañía, lo que no es posible en el caso de la contabilidad basada en el efectivo, las imperfecciones de aquélla pueden distorsionar el contenido económico de los informes financieros. El análisis contable es el proceso que utiliza un analista para identificar y evaluar las distorsiones contables en los estados financieros de una compañía. Asimismo, incluye los ajustes necesarios a los estados financieros que reducen las distorsiones y hacen que los estados financieros se presten al análisis financiero.

En esta sección se explica la necesidad de efectuar el análisis contable, incluida la identificación de las fuentes de las distorsiones contables. Después se examinan la administración de las utilidades, los motivos y estrategias de ésta, así como las implicaciones para el análisis. Se concluye, con el estudio de los métodos y procesos del análisis contable.

Necesidad de efectuar el análisis contable

La necesidad de efectuar el análisis contable tiene su origen en dos razones. En primer lugar, la contabilidad según el principio de contabilidad base acumulativa mejora la contabilidad basada en el efectivo al reflejar las actividades de negocios en una forma más oportuna. Pero la contabilidad según el principio de acumulación produce algunas distorsiones contables que es necesario identificar y ajustar, de manera que la información contable refleje mejor las actividades comerciales. En segundo, los estados financieros se preparan para una serie diversa de usuarios y de necesidades de información. Esto quiere decir que la información contable por lo común requiere ajustarse para cumplir con los objetivos del análisis de un usuario particular. En esta sección se examinan cada uno de estos factores, así las implicaciones para el análisis de estados financieros.

Distorsiones contables

Las *distorsiones contables* son desviaciones de la información manifestada en los estados financieros con respecto a la realidad de los negocios implícita. Estas distorsiones son el resultado de la naturaleza de la contabilidad según el principio de acumulación; lo anterior incluye los estándares de ésta, los errores en la estimación, el arreglo entre relevancia y confiabilidad, y la libertad en la aplicación. Enseguida se explican por separado cada una de estas fuentes de distorsión.

Estándares contables. En ocasiones, los estándares contables son causa de las distorsiones. Por lo menos tres fuentes de esta distorsión son posibles de identificar. En primer lugar, los estándares contables son el resultado de un proceso político. Los diferentes grupos de usuarios cabildean para proteger sus intereses. En este proceso, los estándares en ocasiones dejan de requerir la información más relevante. Un ejemplo de esto es la contabilidad de opciones sobre acciones para empleados (ESO).

Una segunda fuente de distorsión de los estándares contables se origina en ciertos principios contables. Por ejemplo, el principio del costo histórico reduce la relevancia del balance al no reflejar los valores de mercado actuales de los activos y los pasivos. De igual manera, la operación que constituye la base de la contabilidad resulta en un registro inconsistente del crédito mercantil, donde el crédito mercantil comprado se registra como un activo, pero no así el crédito mercantil (goodwill) generado internamente. Además, la doble partida implica que el balance se articula con el estado de resultados, lo que significa que muchas operaciones afectan ambos estados. Sin embargo, una regla contable que mejora una declaración a menudo lo hace en detrimento de la otra. Por ejemplo, las reglas del inventario PEPS (FIFO) aseguran que la cuenta del inventario en el balance refleje los costos actuales del inventario no vendido. No obstante, las reglas del inventario UEPS (LIFO) reflejan mejor los costos actuales de las ventas en estado de resultados.

Una tercera fuente de distorsión es el conservadurismo. Por ejemplo, los contadores a menudo rebajan el valor de los activos o cancelan el valor de activos afectados, pero muy rara vez actuali-

zan los valores contables de los activos. El conservadurismo resulta en una tendencia pesimista en los estados financieros que en ocasiones es deseable para el análisis del crédito, pero problemática para el análisis del capital.

Errores de estimación. La contabilidad según el principio de acumulación requiere pronósticos y otros estimados acerca de las futuras consecuencias del flujo de efectivo. La utilización de estos estimados mejora la capacidad de las cifras contables para reflejar las operaciones de negocios de manera oportuna. Con todo, esos estimados producen errores que pueden distorsionar la relevancia de las cifras de la contabilidad según el principio de acumulación. Para ilustrar, considérense las ventas a crédito. Siempre que se venden a crédito bienes o servicios, hay una posibilidad de que el cliente incumpla con el pago. Hay dos maneras de enfrentar esta incertidumbre. Una de ellas es adoptar la contabilidad basada en el efectivo que registra el ingreso sólo cuando al fin se cobra el efectivo al cliente. La otra manera, seguida por la contabilidad según el principio de acumulación, es registrar las ventas a crédito como ingreso cuando se ganan y después dejar una asignación para deudas incobrables basada en la historia de la cobranza, las calificaciones de crédito de los clientes, y otros hechos. Aun cuando la contabilidad según el principio de acumulación es más relevante, está sujeta a las distorsiones provenientes de los errores en el estimado de las deudas incobrables.

Confiabilidad comparada con relevancia. Los estándares contables hacen un arreglo entre confiabilidad y relevancia. Hacer hincapié en la confiabilidad a menudo excluye el reconocimiento de los efectos de ciertos acontecimientos y operaciones de los negocios en los estados financieros hasta que sea posible estimar razonablemente las consecuencias del flujo de efectivo. Un ejemplo son las pérdidas por contingencias. Antes de que una pérdida por contingencias se registre como una pérdida, debe ser razonablemente estimable. Por causa de este criterio, muchas pérdidas por contingencias no se asientan en los estados financieros incluso varios años después de que su existencia se ha establecido más allá de una duda razonable. Otro ejemplo de distorsión que se debe a que se hace hincapié en la contabilidad es la contabilidad de los costos de investigación y desarrollo. Aun cuando la investigación y el desarrollo son una inversión, los estándares contables actuales requieren que se cancelen como un gasto, debido a que los beneficios de la investigación y el desarrollo son menos seguros que los beneficios de las inversiones en, por ejemplo, planta y equipo.

LEVÁNTAME, SUNBEAM

Albert Dunlap "Sierra eléctrica Al", ex director ejecutivo (CEO) de Sumbeam, y Russell Kersh, ex director de finanzas (CFO) de la misma compañía, les prohibieron durante el resto de sus vidas prestar servicios como funcionarios o directores de cualquier compañía pública. Se afirma que Dunlap y Kersh utilizaron trucos contables para ocultarles a los inversionistas el verdadero estado financiero de Sunbeam.

Administración de las utilidades. La administración de las utilidades probablemente es el resultado más inquietante de la contabilidad según el principio de acumulación. La utilización del criterio y de estimados en la contabilidad según el principio de acumulación permite que los administradores se basen en la información interna que poseen y en su experiencia para mejorar la utilidad de las cifras contables. Sin embargo, algunos administradores ejercen esta facultad para administrar las cifras contables, en particular el ingreso, en su propio beneficio, reduciendo así la calidad de dichas cifras. La administración de las utilidades se realiza por varias razones, como incrementar la compensación, evitar convenios de deuda, satisfacer los pronósticos del analista, e influir en el precio de las acciones. La administración de las utilidades puede tomar dos formas: 1) cambiar los métodos contables, lo que es una forma visible de la administración de las utilidades, y 2)cambiar los estimados y las políticas contables que determinan las cifras contables, lo que es una forma oculta de administración de las utilidades. La administración de las utilidades es una realidad que la mayoría de los usuarios aceptan con renuencia como parte de la contabilidad según el principio de acumulación. Aun cuando es importante reconocer que la administración de las utilidades no es una práctica tan difundida como quiere hacer creer la prensa financiera, no hay duda de que daña la credibilidad de la información contable. La siguiente sección incluye una discusión detallada de la administración de las utilidades.

Administración de las utilidades

La administración de las utilidades se puede definir como la "intervención de la gerencia en el proceso de determinación de las utilidades con un propósito determinado, por lo general para satisfacer objetivos egoístas" (Schiper, 1989). A menudo implica maquillar (window-dressing) los estados financieros, en especial las utilidades básicas. La administración de las utilidades puede

ser *maquillada,* cuando los administradores manipulan la contabilidad base acumulativa sin ninguna consecuencia en el flujo de efectivo. También puede ser *real,* cuando los administradores emprenden acciones con consecuencias para el flujo de efectivo con el propósito de administrar las utilidades.

La administración maquillada de las utilidades es un resultado potencial de la libertad en la aplicación de la contabilidad según el principio de acumulación. Los estándares contables y los mecanismos de vigilancia reducen esta libertad. Sin embargo, es imposible eliminarla debido a la complejidad y la variación de las actividades de los negocios. Además, la contabilidad según el principio de acumulación requiere estimados y criterios. Esto produce cierta discrecionalidad administrativa para determinar las cifras contables. Aunque esta discrecionalidad les proporciona a los administradores la oportunidad de presentar una perspectiva más informativa de las actividades comerciales de una compañía, también les permite maquillar los estados financieros y administrar las utilidades.

Los administradores también emprenden acciones con consecuencias para el flujo de efectivo, a menudo adversas, con el propósito de administrar las utilidades. Por ejemplo, los administradores en ocasiones utilizan el método PEPS (FIFO) de valuación del inventario para manifestar un ingreso más elevado aun cuando la utilización del método UEPS (LIFO) podría producir ahorros de impuestos. Los incentivos de la administración de las utilidades también influyen en las decisiones sobre inversión y financiamiento de los administradores. Una administración de las utilidades reales de tal naturaleza es más inquietante que la administración maquillada de las utilidades, ya que refleja decisiones de los negocios que a menudo reducen la riqueza del accionista.

Esta sección se enfoca en la administración maquillada de las utilidades debido a que el análisis contable puede superar muchas de las distorsiones que aquélla causa. Por lo común, el análisis contable solo no es capaz de superar las distorsiones provenientes de la administración real de las utilidades.

Estrategias de administración de las utilidades

Hay tres estrategias típicas para la administración de las utilidades: 1) los administradores incrementan el ingreso del periodo actual, 2) los administradores hacen una limpia de activos (big bath) al reducir marcadamente el ingreso del periodo actual, 3) los administradores reducen la volatilidad de las utilidades uniformando los ingresos. Los administradores en ocasiones aplican estas estrategias en combinación, o en forma individual en diferentes puntos en el tiempo para lograr los objetivos a largo plazo de la administración de las utilidades.

Incremento del ingreso. Una estrategia de la administración de las utilidades es incrementar el ingreso declarado de un periodo para presentar a la compañía en una forma más favorable. De esta manera es posible incrementar el ingreso durante varios periodos. En un escenario de crecimiento, las inversiones de la contabilidad base acumulativa son menores que la contabilidad base acumulativa actuales que incrementan el ingreso. Esto resulta en un caso en el que una compañía da a conocer un ingreso más elevado debido a la administración agresiva de las utilidades durante periodos prolongados. Asimismo, las compañías son capaces de administrar las utilidades hacia arriba durante varios años y después invertir la contabilidad base acumulativa al mismo tiempo con un cargo de una sola vez. Este cargo de una sola vez a menudo se asienta “abajo del renglón” (es decir, abajo del renglón del ingreso de las operaciones continuas en el estado de resultados), y por consiguiente, se podría percibir como menos relevante.

Limpia de activos (big bath). Una estrategia de limpia de activos implica aceptar tantas rebajas del valor de los activos como sea posible en un periodo. El periodo elegido por lo común es uno con un desempeño marcadamente deficiente (a menudo durante una recesión, cuando la mayoría de las compañías también manifiestan pocas utilidades), o uno con acontecimientos inusuales, como un cambio en la administración, una fusión, o una reestructuración. La estrategia de limpia de activos también se utiliza a menudo en combinación con una estrategia de incremento del ingreso durante otros años. Debido a la naturaleza inusual y no recurrente de una limpia de activos, los usuarios tienden a descartar su efecto financiero. Lo anterior proporciona la oportunidad de borrar todos los pecados pasados y también prepara el entorno para futuros incrementos en las utilidades.

EL DESTRUCTOR DE LA GRAN LIMPIA (BIG BATH)
La SEC se preocupa cada vez más por las cancelaciones del tipo gran limpia de activos, como el cargo por reestructuración de 1 980 millones de dólares de Motorola.

Depuración de los ingresos. La depuración del ingreso es una forma común de la administración de las utilidades. En esta estrategia, los administradores disminuyen o incrementan el ingreso dado a conocer con el fin de reducir la volatilidad de éste. La depuración del ingreso implica no declarar una porción de las utilidades en los años buenos mediante la creación de "bancos" de reservas o utilidades, y luego manifestar esas utilidades en los años malos. Muchas compañías utilizan esta forma de administración de las utilidades.

Motivos para la administración de las utilidades

Hay varias razones para la administración de las utilidades, entre otras, incrementar la compensación del administrador vinculada con las utilidades dadas a conocer, incrementar el precio de las acciones, y cabildear por subsidios del gobierno. En esta sección se señalan los principales incentivos para la administración de las utilidades.

EL CRUJIDO DE LAS CIFRAS
Los ejecutivos de Bausch & Lomb afirman que mantener ventas de doble dígito y el crecimiento de las utilidades en la década de los noventa fue devastador, lo que creó presiones que resultaron en una conducta poco ética reflejada en el informe de las utilidades.

Incentivos de contratos. En muchos contratos se utilizan cifras contables. Por ejemplo, los contratos de compensación administrativa a menudo incluyen bonificaciones basadas en las utilidades. Los contratos de bonificaciones típicos tienen un límite superior y uno inferior, lo que significa que los administradores no reciben una bonificación si las utilidades caen por abajo del límite inferior y no pueden obtener ninguna bonificación adicional cuando las utilidades exceden al límite superior. Lo anterior significa que los administradores tienen incentivos para incrementar o disminuir las utilidades basándose en el nivel de utilidades *no administradas* en relación con los límites superior e inferior. Cuando las utilidades no administradas están dentro de los límites superior e inferior, los administradores tienen un incentivo para incrementar las utilidades. Cuando las utilidades están por arriba del límite máximo o por abajo del límite mínimo, los administradores tienen un incentivo para disminuir las utilidades y crear reservas para futuras bonificaciones. Otro ejemplo de un incentivo contractual es el de los convenios de deuda, que a menudo se basan en razones que utilizan cifras contables, como las utilidades. Debido a que las violaciones de los convenios de deuda son costosas para los administradores, éstos administrarán las utilidades (por lo común hacia arriba) a manera de evitarlas.

Efectos del precio de las acciones. Otro incentivo para la administración de las utilidades es el efecto potencial sobre el precio de las acciones. Por ejemplo, los administradores podrían incrementar las utilidades para impulsar momentáneamente el precio de las acciones en el caso de acontecimientos como una próxima fusión o una oferta de valores, o bien planes para vender acciones o ejercer opciones. Los administradores también uniforman el ingreso para reducir las percepciones del mercado acerca del riesgo y para disminuir el costo del capital. Otro incentivo para la administración de las utilidades es sobrepasar las expectativas del mercado. Esta estrategia a menudo adopta la siguiente forma: los administradores bajan el nivel de expectativas del mercado mediante divulgaciones pesimistas voluntarias (anuncios previos) y después administran las utilidades hacia arriba para sobrepasar las expectativas del mercado. La creciente importancia de los inversionistas del momento, y la capacidad de éstos para castigar despiadadamente las acciones que no cumplen con sus expectativas, ha creado una creciente presión sobre los administradores para que utilicen todos los medios disponibles dirigidos a sobrepasar las expectativas del mercado.

Otros incentivos. Hay varias otras razones para administrar las utilidades. Las utilidades en ocasiones se administran hacia abajo para reducir los costos políticos y el escrutinio de las agencias del gobierno, como los reguladores antimonopolio y el IRS. Además, las compañías administran las utilidades hacia abajo para obtener favores del gobierno, entre otros, subsidios y protección ante la competencia extranjera. Las compañías también disminuyen las utilidades para combatir las demandas laborales. Otro incentivo común para la administración de las utilidades es un cambio en la administración. Esto por lo común resulta en una limpia de activos por varias razones. Primera, es posible culpar a los administradores titulares. Segunda, indica que los nuevos administradores tomarán decisiones difíciles para mejorar a la compañía. Tercera, y probablemente la más importante, despeja el escenario para futuros incrementos en las utilidades. Una de las más grandes limpias de activos ocurrió cuando Louis Gerstner se convirtió en director ejecutivo de IBM. Gerstner canceló casi 4 000 millones de dólares en el año en que ocupó ese puesto. Aun cuando gran parte de este cargo incluía gastos relacionados con el cambio de posición, también

incluía muchas partidas que eran futuros gastos de negocios. Los analistas estiman que los incrementos en las utilidades dados a conocer por IBM en los años subsiguientes eran en gran parte atribuibles a esta limpia de activos.

Mecánica de la administración de las utilidades

Esta sección explica la mecánica de la administración de las utilidades. Las áreas que ofrecen las máximas oportunidades para la administración de las utilidades incluyen el reconocimiento de ingresos; la valuación del inventario; los estimados de provisiones, como gasto de deudas incobrables e impuestos diferidos; y los cargos de una sola vez, como la reestructuración y las afectaciones de activos. Esta sección no proporciona ejemplos de cada método concebible de administrar las utilidades. En los capítulos 3 a 6 se examinan muchos detalles y ejemplos adicionales de la administración de las utilidades. En esta sección, se describen dos métodos importantes de administración de las utilidades: cambio del ingreso y clasificatoria.

Cambio del ingreso. El cambio del ingreso es el proceso de administrar las utilidades cambiando el ingreso de un periodo a otro. El cambio del ingreso se logra acelerando o demorando el reconocimiento de los ingresos, o los gastos. Esta forma de administración de las utilidades por lo común resulta en una inversión del efecto en uno o más periodos futuros, a menudo en el siguiente periodo. Por esta razón, el cambio del ingreso es muy útil para depurar el ingreso. Algunos ejemplos de cambio del ingreso incluyen los siguientes:

UN CAMBIO INGENIOSO
Los ejecutivos de WorldCom incrementaron las utilidades cambiando (capitalizando) costos que se debieron gastar en periodos futuros.

- Acelerar el reconocimiento del ingreso persuadiendo a los distribuidores o los mayoristas para que compren el exceso de productos casi a finales del ejercicio fiscal. Esta práctica, conocida como *ventas de remate* (*channel loading*), es común en las industrias como la de la fabricación de automóviles y la de cigarrillos.
- Demorar el reconocimiento de los gastos capitalizando los gastos y amortizándolos a lo largo de periodos futuros. Los ejemplos incluyen la capitalización del interés y la capitalización de los costos del desarrollo de software.
- Cambiar los gastos a periodos posteriores adoptando ciertos métodos contables. Por ejemplo, la adopción del método PEPS (FIFO) con respecto al método UEPS (LIFO) para la valuación del inventario y de la depreciación en línea recta (en comparación con la acelerada) demoran el reconocimiento del gasto.
- Aceptar los cargos grandes de una sola vez, como cargos de deterioros de activos y de reestructuración, sobre una base intermitente. Esto permite que las compañías aceleren el reconocimiento de los gastos y, de esta manera, logran que las utilidades subsiguientes se vean mejor.

Administración clasificatoria de las utilidades. Las utilidades también se pueden administrar clasificando en forma selectiva los gastos (y los ingresos) en ciertas partes del estado de resultados. La forma más común de esta administración clasificatoria de las utilidades es poner los gastos abajo del renglón, lo que significa darlos a conocer junto con partidas inusuales y no recurrentes a las que de ordinario los analistas les conceden poca importancia. Los administradores tratan de clasificar los gastos en las partes no recurrentes del estado de resultados, como lo ilustran los siguientes ejemplos:

- Cuando una compañía descontinúa un segmento de negocios, el ingreso de ese segmento se debe manifestar por separado como ingreso (pérdida) de las operaciones discontinuadas. Esta partida se ignora en el análisis debido a que corresponde a una unidad de negocios que ya no afecta a la compañía. Pero algunas compañías cargan una porción más grande de los costos comunes (como gastos generales corporativos) al segmento discontinuado, con lo que incrementan el ingreso para el resto de la compañía.
- El empleo de cargos especiales, como cargos de afectaciones y de reestructuración, ha aumentado súbitamente (casi 40% de las compañías manifiestan por lo menos uno de esos cargos). La causa de esta práctica es el hábito de muchos analistas de ignorar los cargos especiales debido a su naturaleza inusual y no recurrente. Al aceptar los cargos especiales periódicamente e incluir los gastos de operación en esos cargos, las compañías hacen que los analistas ignoren una porción de los gastos de operación.

EL MOMENTO DE KODAK
En la década de los noventa, Kodak llevó a cabo seis cancelaciones (desinversiones) extraordinarias que sumaron un total de 4 500 millones de dólares, lo que es más que las utilidades netas de esa década.

Análisis de las implicaciones de la administración de las utilidades

Debido a que la administración de las utilidades distorsiona los estados financieros, identificar las distorsiones y hacer los ajustes necesarios es una tarea importante en el análisis de estados financieros. Con todo, a pesar del alarmante incremento en la administración de las utilidades, la práctica está menos difundida de lo que se supone. A la prensa financiera le agrada enfocarse en los casos de administración de las utilidades debido a que constituye una lectura interesante. Esto les da a muchos usuarios la impresión incorrecta de que las utilidades se administran todo el tiempo.

Antes de concluir que una compañía está administrando las utilidades, un analista necesita verificar lo siguiente:

- **Incentivos para la administración de las utilidades.** Las utilidades no se administran a menos que haya ciertos incentivos para administrarlas. Ya se han explicado algunos de esos incentivos, y un análisis los debe considerar.
- **Reputación e historia de la administración.** Es importante evaluar la reputación y la integridad de la administración. Una lectura cuidadosa de los estados financieros pasados, las imposiciones legales de la SEC, los informes del auditor, la historia de los cambios de auditor, y de la prensa financiera proporciona una información útil para esta tarea.
- **Un patrón congruente.** La meta de la administración de las utilidades es influir en una cifra del renglón básico, como las utilidades, o en razones clave, como la de deuda a capital o la cobertura del interés. Es importante verificar si diferentes componentes del ingreso (o del balance) se administran en forma consistente en cierta dirección. Por ejemplo, si una compañía se halla inflando las utilidades mediante, por decir algo, políticas de reconocimiento del ingreso, mientras que al mismo tiempo disminuye las utilidades mediante un cambio en el método de inventario, es menos probable que la compañía esté administrando las utilidades.
- **Oportunidades de administración de las utilidades.** La naturaleza de las actividades de los negocios determina el grado al cual se pueden administrar las utilidades. Cuando la naturaleza de las actividades comerciales requiere un criterio considerable para determinar las cifras de los estados financieros, existen mayores oportunidades para administrar las utilidades.

Proceso del análisis contable

El análisis contable implica varios procesos y tareas interrelacionados. El análisis contable se estudia dividido en dos grandes áreas: la evaluación de la calidad de las utilidades y el ajuste de los estados financieros. Aun cuando se explican por separado, las dos tareas están interrelacionadas y son complementarias. Por otra parte, también se examinan con más detalle las características de las utilidades en el apéndice 2B y los ajustes a los estados financieros a todo lo largo de los capítulos 3 al 6.

Evaluación de los atributos de las utilidades

Los atributos de las utilidades (o con mayor precisión, la calidad contable) significan diferentes cosas para las distintas personas. Muchos analistas definen los atributos de las utilidades como el grado de conservadurismo adoptado por la compañía; se espera que una compañía con una calidad de utilidades más elevada tenga una razón más elevada precio-utilidades que una con una calidad de utilidades más baja. Una definición alternativa de cualidad de las utilidades es en términos de las distorsiones contables, una compañía tiene una calidad elevada de utilidades si la información de los estados financieros describe con precisión las actividades de los negocios. Cualquiera que sea la definición, la evaluación de los atributos de las utilidades es una tarea importante del análisis contable. En esta sección se describen brevemente los pasos que se siguen en la evaluación de los atributos de las utilidades.

Pasos en la evaluación de los atributos de las utilidades. La evaluación de la cualidad de las utilidades incluye los siguientes pasos:

- **Identificar y evaluar las políticas contables clave.** Un paso importante en la evaluación de la cualidad de las utilidades es identificar las políticas contables clave adoptadas por la compañía. ¿Esas políticas son razonables, o agresivas? ¿La serie de políticas adoptadas es congruente con las normas de la industria? ¿Qué efecto tendrán las políticas contables sobre las cifras manifestadas en los estados financieros?
- **Evaluar el grado de flexibilidad contable.** Es importante evaluar el grado de flexibilidad del que se dispone en la preparación de los estados financieros. El grado de flexibilidad contable es mayor en algunas industrias que en otras. Por ejemplo, la contabilidad en el caso de industrias que tienen más activos intangibles, una mayor volatilidad en las operaciones de los negocios, que incurren en una mayor porción de sus costos de producción antes de la producción, y métodos desacostumbrados de reconocimiento de ingresos, requiere más criterios y estimados. Por lo general, la cualidad de las utilidades es más baja en esas industrias que en las industrias donde la contabilidad es más directa.
- **Determinar la estrategia de presentación del informe.** Identificar la estrategia contable adoptada por la compañía. ¿La compañía está adoptando prácticas de presentación de informes agresivas? ¿Tiene la compañía un informe de auditoría claro? ¿Existen antecedentes de problemas contables? ¿La administración tiene una reputación de integridad, o se sabe que toma atajos? También es necesario examinar los incentivos para la administración de las utilidades y buscar patrones consistentes indicativos de ello. Los analistas necesitan evaluar la calidad de las revelaciones de una compañía. Aun cuando las revelaciones no son un sustituto de unos estados financieros de buena calidad, las revelaciones voluntarias y detalladas mitigan los puntos débiles de los estados financieros.
- **Identificar y evaluar las banderas rojas**. Un paso útil en la evaluación de la cualidad de las utilidades es estar conscientes de las banderas rojas. Las banderas rojas son partidas que alertan a los analistas respecto a problemas potencialmente más graves. Algunos ejemplos de banderas rojas son:
  - Un mal desempeño financiero, las compañías agobiadas son propensas a medidas desesperadas.
  - Reporte de utilidades consistentemente más alto que los flujos de efectivo de la operación.
  - Reporte de utilidades consistentemente más alto que el ingreso gravable.
  - Informe de un auditor calificado.
  - Renuncia del auditor, o un cambio no rutinario de auditor.
  - Cambios no explicados o frecuentes en las políticas contables.
  - Incremento repentino en inventarios, en comparación con las ventas.
  - Utilización de mecanismos para evitar las reglas contables, como arrendamientos de la operación y bursatilización de cuentas por cobrar.
  - Cargos frecuentes de una sola vez y limpia de activos (*big baths*).

PUNTO DE VISTA DEL ANÁLISIS **...USTED ES MIEMBRO DEL CONSEJO**

Usted es un nuevo miembro del consejo de administración de una empresa comercializadora. Se está preparando para su primera junta con el auditor independiente de la compañía. Un accionista le escribe a usted una carta que le origina preocupaciones acerca de la cualidad de las utilidades. ¿Cuáles son algunas preguntas o asuntos que usted le puede plantear al auditor a fin de abordar esas preocupaciones y cumplir con sus responsabilidades fiduciarias ante los accionistas?

Respuesta, página 100

Ajuste de los estados financieros

La última tarea y la más compleja del análisis contable es hacer los ajustes apropiados a los estados financieros, en particular el estado de resultados y el balance. Como se explica antes, la necesidad de efectuar esos ajustes se origina tanto por las distorsiones en las cifras manifestadas como por los objetivos específicos del análisis. En los cuatro capítulos siguientes de este libro, se hace hincapié de manera particular en la identificación y el ajuste apropiados de las cifras contables. Algunos ajustes comunes a los estados financieros incluyen:

- Capitalización de los arrendamientos de operación a largo plazo, con ajustes tanto al balance como al estado de resultados.
- Reconocimiento del gasto de ESO para la determinación del ingreso.
- Ajustes para cargos de una sola vez, como deterioro de activos y costos de reestructuración.
- Reconocimiento del estado económico (financiado) de los planes de pensión y de otros beneficios posjubilación en el balance.
- Eliminación en el balance de los efectos de pasivos y activos de impuestos seleccionados diferidos.

APÉNDICE 2A. AUDITORÍA Y ANÁLISIS DE ESTADOS FINANCIEROS

Los estados financieros de una compañía son las descripciones de la administración de ésta, cuya tarea principal es asegurar la exactitud de la presentación y de la información comunicada. Debido a la importancia de los estados financieros, hay una demanda por la verificación independiente de éstos. La contabilidad pública satisface esta demanda por medio de servicios de testimonio, o auditoría. Este apéndice proporciona una visión general de la relevancia de la auditoría para el análisis. También examina los tipos de informes de auditoría y las implicaciones para el análisis.

PROCESO DE AUDITORÍA

Los analistas deben comprender qué es lo que implica la opinión de la auditoría para los usuarios de los estados financieros; de igual manera, deben estar conscientes acerca de las limitaciones de la opinión y las implicaciones de ello para el análisis de los estados financieros. A fin de lograr esta comprensión, es necesario considerar los estándares que guían la conducta de los auditores y la naturaleza del trabajo de auditoría.

Estándares de auditoría generalmente aceptados

Los auditores por lo común se refieren a una auditoría efectuada de conformidad con los **estándares de auditoría generalmente aceptados**. Los estándares de auditoría son las varas de medición que evalúan la calidad de los procedimientos de auditoría. El propósito de esos estándares es asegurar que las responsabilidades del auditor se manifiesten en forma clara e inequívoca y que el grado de responsabilidad asumida sea claro para los usuarios.

Procedimientos de auditoría

El objetivo básico de una auditoría de estados financieros es identificar errores e irregularidades, que si no se detectan afectarían palpablemente la exactitud de la presentación de esas declaraciones o el apego a los GAAP. Para que sea económicamente factible y justificable, el propósito de la auditoría es lograr un nivel razonable de seguridad acerca de los datos que se están revisando. Esto significa que, conforme a un sistema de prueba, la seguridad nunca es absoluta. Los informes de auditoría están sujetos a esta probabilidad inherente de errores.

INFORME DE AUDITORÍA

Hay un amplio debate entre auditores, usuarios y otras partes interesadas (tribunales, reguladores) acerca de la frase *presenta imparcialmente*, que aparece en el informe del auditor. La mayoría de los auditores afirman que los estados financieros se presentan de manera justa cuando se apegan a los principios contables aceptados y que la palabra imparcial sólo es significativa cuando se mide contra este estándar. Sin embargo en varios casos que llegaron a los tribunales, se encontró que los estados financieros supuestamente preparados de conformidad con los principios contables eran engañosos.

El lenguaje de los informes de auditoría se ha revisado para reducir la brecha entre la responsabilidad que los auditores quieren asumir y la responsabilidad que el público cree que aquéllos asumen. El lenguaje tiene el propósito de no ser técnico y de abordar en forma más explícita la responsabilidad que asume la empresa auditora, los procedimientos que ésta lleva a cabo y la seguridad que proporciona. El informe indica:

- Los estados financieros están auditados. Se pretende que esto sea descriptivo del proceso.
- Los estados financieros son responsabilidad de la administración y la responsabilidad del auditor es expresar una opinión sobre ellos. Esto les notifica a los usuarios las responsabilidades asumidas por cada una de las partes.
- La auditoría se hace de conformidad con estándares de auditoría generalmente aceptados y está diseñada para obtener una seguridad razonable de que los estados financieros están libres de aserciones erróneas importantes.
- Los auditores aplican procedimientos para asegurar razonablemente que los estados financieros estén libres de aserciones erróneas, entre otras: 1) examinar a base de pruebas la evidencia que respalda las cantidades y divulgaciones de los estados financieros, 2) evaluar los principios contables utilizados y los estimados hechos por la administración; y 3) evaluar la presentación general de los estados financieros.
- Si los estados financieros presentan imparcialmente en todos los aspectos perceptibles la posición financiera, los resultados de las operaciones y los flujos de efectivo de la compañía para el periodo reportado.

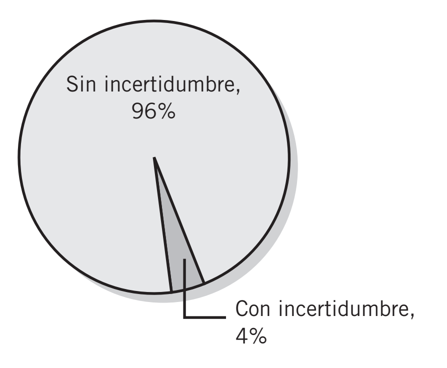
Tipos de calificaciones de la auditoría

Hay varios tipos principales de calificaciones que pueden expresar los auditores.

Calificación de "excepto por"

Las calificaciones del tipo "excepto por" expresan una opinión sobre los estados financieros *excepto por* las repercusiones provenientes de condiciones que se deben divulgar. Esta clase de calificaciones podría ser el resultado de limitaciones en la esfera de acción de la auditoría que, debido a circunstancias fuera del control del auditor, o a causa de restricciones impuestas por la compañía auditada, se traducen en que no es posible obtener un argumento razonablemente objetivo y verificable. También se pueden deber a que los estados financieros no se han hecho de conformidad con los principios contables aceptados. Cuando hay incertidumbre acerca de futuros acontecimientos que no es posible disipar, o cuyos efectos no se pueden estimar y prever razonablemente en el momento en que se expresa una opinión, se añade un párrafo separado. Un ejemplo lo constituye una compañía con pérdidas de operación o en problemas financieros que ponen en duda la capacidad de la compañía para seguir operando como una empresa en marcha. Dicho párrafo refiere a los usuarios a la nota en los estados financieros que proporciona detalles acerca de la incertidumbre. En los casos de una incertidumbre persistente que no es posible medir adecuadamente, un auditor puede emitir, pero no se requiere que lo haga, una negativa a dar su opinión, en vez de simplemente llamar la atención del usuario hacia la incertidumbre.

Compañías con incertidumbre en el informe de auditoría



Opinión adversa

Los auditores expresan opiniones adversas en aquellos casos en que los estados financieros no están preparados de conformidad con los principios contables aceptados, y esto tiene un efecto perceptible adverso sobre la presentación imparcial de las declaraciones. Una opinión adversa por lo general es el resultado de una situación acerca de la cual la empresa de auditoría no puede convencer a su cliente ya sea de modificar los estados financieros de manera que reflejen el estimado del auditor acerca de los acontecimientos futuros, o de que se apegue a los principios contables aceptados. Una opinión adversa siempre debe ir acompañada de las razones de esa opinión.

Abstención de opinión (Disclaimer)

Una abstención de opinión es una declaración de la incapacidad de expresar una opinión. Se debe hacer cuando, por cualquier razón, la empresa auditora no dispone del material informativo suficiente para formarse una opinión acerca de los estados financieros. Puede provenir de las limitaciones en el alcance de la auditoría, así como de la existencia de incertidumbres, cuyo efecto final no es posible estimar. Las desviaciones concretas con respecto a los principios contables aceptados no justifican abstenerse de expresar una opinión. La diferencia entre las opiniones adversas y el hecho de abstenerse de opinar se comprende mejor en términos de la diferencia entre las excepciones que afectan la calidad de los estados financieros por una parte y, por otra, aquellas que expresan incertidumbres que afectan la opinión del auditor. Por ejemplo, una situación que requiere una opinión del tipo "excepto por", en ciertos casos resulta en desacuerdos importantes con la administración, que demanda una opinión adversa. Por último, también se necesita una abstención de opinión si se considera que el auditor no es "independiente". Esta falta de independencia aparece cuando, por ejemplo, el auditor tiene un interés financiero en la compañía, posiblemente en virtud de una inversión de capital.

EL ANÁLISIS DE LAS IMPLICACIONES DE LA AUDITORÍA

Esta sección describe el análisis de las implicaciones relacionadas con la auditoría.

Análisis de las implicaciones del proceso de auditoría

La auditoría se basa en gran parte en un *enfoque de muestreo* a los datos y la información que se están auditando. El tamaño de la muestra está limitado por los costos de la práctica de auditoría. Los usuarios deben reconocer que la empresa auditora no aspira a lograr, ni puede nunca alcanzar, la certidumbre absoluta. Incluso una revisión de cada operación individual, proceso injustificable desde el punto de vista económico, no logra una absoluta seguridad.

Aunque los estados financieros auditados proporcionan cierta seguridad acerca de los resultados de la auditoría, se debe recordar que confiar en los resultados de la auditoría entraña riesgos. Esos riesgos se relacionan con muchos factores, entre otros 1) la incapacidad, la renuencia, o ambas, del auditor en cuanto a detectar un fraude en el nivel más elevado y a aplicar las pruebas de auditoría necesarias para este fin, 2) la incapacidad del auditor para captar el grado de una situación de deterioro, 3) la concepción del auditor del grado de responsabilidades que debe investigar y divulgar, y 4) la calidad general de la auditoría. Se debe estar consciente de que todo el proceso de auditoría es un asunto de probabilidades y está sujeto a riesgos. La aplicación impecable no produce una absoluta certeza y no puede asegurar que el auditor ha mencionado todos los hechos. Esto es cierto en particular si hay una colusión con el nivel más alto de la administración. El hecho de que el proceso de auditoría dependa del criterio humano también produce varios grados de calidad de la auditoría.

QUARTERBACK DERRIBADO

Frank Tankerton, ex quarterback de los Vikingos de Minnesota, pagó una multa de 100 000 dólares para saldar los cargos que, como ex director ejecutivo de KnowledgeWare, ayudó a inflar las utilidades con 8 millones de ventas falsas de software.

Riesgo de la auditoría y sus implicaciones

Ya se ha hablado del riesgo contable. El riesgo de la auditoría, aun cuando está relacionado, es de una dimensión diferente y representa un peligro semejante para los usuarios de estados financieros auditados. Aun cuando es imposible sustituir el discernimiento o criterio del auditor por el nuestro, es posible utilizar la comprensión que se tiene del proceso de auditoría y de sus limitaciones para hacer una evaluación mejor del grado de riesgo de la auditoría. Las siguientes condiciones indican las áreas potenciales de vulnerabilidad:

- El crecimiento de la industria o de la compañía con una presión para mantener un precio de mercado elevado o buscar adquisiciones.
- Una compañía en problemas financieros que requiere un financiamiento.
- Una compañía con un elevado nivel de visibilidad en el mercado que publica con frecuencia informes acerca del progreso y estimados de las utilidades.

- Una administración dominada por uno o más individuos de carácter fuerte.
- Señales de dificultades financieras personales entre los miembros de la administración.
- Un deterioro en el desempeño o la rentabilidad de la operación.
- Compensación u opciones sobre acciones de la administración que dependen de las utilidades manifestadas.
- Un deterioro en la liquidez o la solvencia.
- La estructura del capital es demasiado compleja para las operaciones o el tamaño de la compañía.

Análisis de las implicaciones de los estándares de auditoría

Al confiar en los estados financieros auditados, el análisis debe tomar en cuenta las limitaciones de la auditoría. Además, se debe entender lo que significa, o no significa, la opinión del auditor. La empresa auditora declara que revisa los estados financieros que le presentó la administración y se cerciora de que éstos concuerden con los registros que audita. La empresa auditora también determina si se emplearon en la preparación de los estados financieros los principios contables aceptados, pero no afirma que representan los mejores principios.

Hay varios aspectos que es necesario reconocer en el análisis:

1. El conocimiento de un auditor acerca de las actividades de negocios que son la base de los estados financieros no es tan profundo como el de quien preparó éstos. La empresa auditora sólo sabe lo que es capaz de discernir basándose en un proceso de muestreo y no conoce todos los hechos.
2. Muchas partidas de los estados financieros son incapaces de proporcionar una medición exacta y el auditor simplemente revisa esas medidas para ver si son razonables. A menos que el auditor demuestre lo contrario (por ejemplo, estimar las vidas de servicio de los activos), prevalece la determinación de la administración.
3. Aunque a menudo se consulta a la empresa auditora acerca de la selección de los principios contables, la persona que prepara los estados financieros es quien selecciona y aplica los principios. Los auditores no pueden insistir en el uso del "mejor" principio, así como tampoco pueden insistir en un grado de divulgación que esté por encima del mínimo aceptable.
4. Existen ciertas limitaciones en la capacidad del auditor para auditar ciertas áreas. Por ejemplo, ¿es la empresa auditora capaz de auditar el valor del inventario en proceso? ¿Puede estimar el valor de los préstamos que constituyen problemas? ¿Es capaz de predecir el estimado del cliente acerca del porcentaje de terminación de un contrato grande? Aun cuando estas preguntas muy rara vez se plantean en público, significan retos importantes a la profesión.
5. La tolerancia del auditor al error es muy elevada. El auditor recurre al concepto de *importancia* que entraña que la empresa auditora no se debe preocupar por asuntos triviales o carentes de importancia. Lo que es importante o significativo es una cuestión de criterio, y la profesión todavía no ha definido el concepto con precisión, ni ha establecido criterios acerca de lo que es importante. Esto ofrece cierta libertad en la preparación del informe.

La referencia de un auditor a los principios de contabilidad generalmente aceptados, en opinión de aquél también debe ser algo que comprendan los usuarios de estados financieros. Esta referencia significa que el auditor está satisfecho de que los principios, o estándares, estén respaldados por una autoridad y se apliquen "en todos los aspectos importantes". Además de comprender el concepto de la importancia, en el análisis se debe comprender que la definición de lo que constituye *generalmente aceptados* a menudo es vaga y está sujeta a cierta libertad en cuanto a interpretación y aplicación. Por ejemplo, los estándares de auditoría establecen que "cuando no se han establecido criterios para seleccionar entre principios contables alternativos que relacionen los métodos contables con las circunstancias (por ejemplo, en el caso de los métodos de inventario y depreciación), el auditor podría concluir que en esas circunstancias hay más de un principio contable apropiado".

Los estándares relacionados con la divulgación son igualmente ambiguos. Aun cuando se establecen cada vez más en las comunicaciones profesionales y de la SEC estándares mínimos, los contadores no siempre se apegan a ellos. El grado en que la falta de una divulgación deteriora la presentación imparcial de los estados financieros sigue estando sujeto al criterio y la discreción del auditor. No hay estándares definitivos que indiquen el punto donde la falta de divulgación es lo bastante importante para disminuir la imparcialidad de la presentación, que requiere un informe de auditoría calificado.

Análisis de las implicaciones de las opiniones del auditor

Cuando una empresa auditora califica la opinión que emite, el análisis se enfrenta a un problema de interpretación. Es decir, ¿cuál es el significado y el propósito de la calificación? Asimismo, ¿qué efecto tiene la calificación en la confianza que se tiene en los estados financieros? La utilidad de esta calificación para el análisis depende del grado en que la información y los datos suplementarios permiten evaluar el efecto de aquélla. Una dimensión de confusión y dificultad de la interpretación se agrega cuando la empresa auditora incluye información explicativa en el informe, simplemente con fines de énfasis, sin una comunicación de las conclusiones, o de una calificación. A menudo uno se queda preguntándose por qué se hace hincapié en el tema y si el auditor está tratando de expresar una calificación o una reserva no declaradas.

Cuando una empresa auditora *no* está satisfecha con la imparcialidad en la presentación de los estados financieros, expide una calificación del tipo "excepto por", y cuando hay *incertidumbres* que no puede disipar, añade una comunicación explicativa después del párrafo de la opinión. En algún punto, el volumen y la importancia de las partidas que se están calificando son tan grandes que resultan en una opinión adversa, o en una abstención de expresar una opinión. ¿En dónde se encuentra ese punto? ¿En qué punto la calificación carece de significado y es necesario abstenerse por completo de expresar una opinión? El análisis no encontrará ninguna pauta explícita en los estándares de auditorías. Se tiene que confiar en el criterio del auditor con las advertencias apropiadas.

Análisis de las implicaciones de la SEC

EL PERRO GUARDIÁN DE LA CONTABILIDAD
El nuevo Consejo: Public Company Accounting Oversight Board (PCAOB, creado por la ley Sarbanes-Oxley), hace las veces de perro guardián de los auditores descarriados.

La SEC ha inducido en una forma más agresiva a vigilar el desempeño del auditor y reforzar la posición del auditor en sus tratos con los clientes. Los procedimientos disciplinarios contra los auditores se ampliaron con la introducción de remedios innovadores en los decretos de consentimiento, con el fin de incluir requerimientos de mejoramiento en los procedimientos de administración interna, educación profesional, y revisiones de los procedimientos de una empresa por profesionales externos (revisiones por pares). Al persuadir de reforzar la posición del auditor, la SEC requiere una creciente divulgación de la relación entre los auditores y sus clientes, en particular en los casos en que hay cambios de auditores. Las informaciones deben incluir detalles de pasados desacuerdos incluidos aquellos solucionados a satisfacción del auditor anterior, así como la divulgación de notas sobre los efectos en los estados financieros de los métodos contables aconsejados por un antiguo auditor, pero no seguidos por el cliente. La SEC también ha inducido a desalentar la "compra de opiniones" (opinion shoping), una práctica en la que las compañías supuestamente hacen un escrutinio de las empresas de auditoría para obtener la aceptación de las alternativas contables que desean utilizar antes de contratar a los auditores.

Este apéndice explica que el análisis debe considerar la opinión del auditor y la información suplementaria a la que se refiere. Aun cuando el análisis puede confiar hasta cierto punto en la auditoría, se debe mantener un punto de vista independiente y cauteloso respecto a las afirmaciones expresadas en el informe del auditor.

APÉNDICE 2B. ATRIBUTOS DE LAS UTILIDADES

Los *atributos de las utilidades* se refieren a la relevancia de las utilidades para medir el desempeño de la compañía. Los factores determinantes incluyen el entorno de negocios de una compañía y la selección y aplicación de los principios contables. Este apéndice se concentra en la medición de los atributos de las utilidades, la descripción de las características de las utilidades en el análisis del estado de resultados y del balance, así como en la explicación de la forma en que los factores externos afectan la cualidad de las utilidades.

Factores determinantes de los atributos de las utilidades

Se sabe que la medición de las utilidades (ingreso) y el reconocimiento implican la estimación y la interpretación de las operaciones y los acontecimientos de negocios. El análisis previo de las utilidades hizo hincapié en que las utilidades contables no son una cantidad aislada, sino que dependen de las suposiciones utilizadas y los principios aplicados.

La necesidad de contar con estimados e interpretaciones en la contabilidad según el principio de acumulación ha resultado en que algunos individuos cuestionen la confiabilidad de *todas* las medidas de acumulación. Esta reacción es extrema e imprudente, debido a la cuantiosa información relevante que transmiten las medidas de acumulación.

Ya se sabe que la contabilidad según el principio de acumulación consiste en ajustar los flujos de efectivo para que reflejen conceptos aceptados universalmente: ingreso ganado y gastos en los que se ha incurrido. Aquello en que se debe enfocar el análisis de uno es en las suposiciones y los principios aplicados, así como en los ajustes apropiados para los objetivos del análisis. La información contenida en la contabilidad base acumulativa se debe utilizar para obtener ventaja competitiva, y también para comprender mejor el desempeño actual y futuro de la compañía. De igual modo, se debe tener conciencia de los *riesgos contables y de los riesgos de auditoría* a la vez para confiar en las utilidades. El mejoramiento tanto de la contabilidad como de la auditoría ha disminuido la frecuencia de fraudes y malas interpretaciones en los estados financieros. Sin embargo, los fraudes y las malas interpretaciones de la administración distan mucho de estar eliminados, y sí ocurren fallas en las auditorías (por ejemplo, Enron, WorldCom y Xerox). El análisis siempre debe evaluar el riesgo contable y de auditoría, incluido el carácter y las inclinaciones de la administración, al evaluar las utilidades.

ALERTA DE FRAUDE
Los vendedores al descubierto (en corto) detectan muchos fraudes financieros mucho tiempo antes de que los descubran los reguladores y la prensa.

La medición de la cualidad de las utilidades surgió de la necesidad de comparar las utilidades de diferentes compañías y del deseo de reconocer las diferencias en cuanto a calidad para propósitos de valuación. No hay un acuerdo absoluto acerca de qué es lo que constituye la cualidad de las utilidades. Esta sección considera tres factores que de ordinario se señalan como determinantes de las características de las utilidades y algunos ejemplos de la evaluación de aquéllos.

1. **Principios contables.** Un factor determinante de la cualidad de las utilidades es la discreción de la administración en la *selección de principios contables aceptados.* Esta discreción puede ser agresiva (optimista) o conservadora. La cualidad de las utilidades determinada en forma conservadora se considera como más elevada debido a que es menos probable exagerar las expectativas del desempeño actual y futuro en comparación con las determinadas en una forma agresiva. El conservadurismo reduce la probabilidad de sobrestimar las utilidades y los cambios retrospectivos. Sin embargo, el excesivo conservadurismo, aun cuando contribuye temporalmente a la cualidad de las utilidades, reduce a la larga la confiabilidad y la relevancia de las utilidades. El examen de los principios contables escogidos proporciona indicios acerca de las inclinaciones y actitudes de la administración.
2. **Aplicación contable.** Otro factor que determina la calidad de las utilidades es la discreción de la administración en la *aplicación* de principios contables aceptados. La administración tiene discreción sobre la cantidad de las utilidades mediante la aplicación de principios contables que determinan los ingresos y los gastos. Los gastos discrecionales, como publi-

cidad, mercadotecnia, reparaciones, mantenimiento, investigación y desarrollo, se pueden *programar* para administrar el nivel de utilidades (o pérdidas) manifestadas. Las utilidades que reflejan elementos de oportunidad no relacionados con las condiciones de negocios, o de la operación, disminuyen la cualidad de las utilidades. La tarea del análisis de uno es identificar las implicaciones de la aplicación contable por parte de la administración y evaluar los motivos de ésta.

3. **Riesgo de negocios.** Un tercer factor determinante de los atributos de las utilidades es la relación entre las utilidades y el riesgo de negocios. Incluye el efecto de las fuerzas cíclicas y de otras fuerzas de negocios sobre el nivel, la estabilidad, las fuentes y la variabilidad de las utilidades. Por ejemplo, la variabilidad de las utilidades por lo general es indeseable y el incremento de ésta perjudica la cualidad de las utilidades. Una calidad más elevada de las utilidades está vinculada con compañías más aisladas en cuanto al riesgo de negocios. Aun cuando el riesgo de negocios no es primordialmente un resultado de las acciones discrecionales de la administración, este riesgo se puede reducir mediante estrategias administrativas hábiles.

ANÁLISIS EN EL ESTADO DE RESULTADOS DE LOS ATRIBUTOS DE LAS UTILIDADES

Los factores que determinan la cualidad de las utilidades son la selección y la aplicación de los principios contables que realiza la administración. Esta sección se enfoca en varios gastos contables discrecionales importantes para evaluar las características de las utilidades. Los *gastos discrecionales* son desembolsos que la administración puede variar entre los periodos para conservar los recursos, influir en las utilidades manifestadas, o ambas cosas. Por esta razón, merecen una atención especial en el análisis. Estos gastos a menudo se manifiestan en el estado de resultados o en las notas de éstos, y por consiguiente, se hace referencia a la evaluación de estas partidas como un análisis en el estado de resultados de la cualidad de las utilidades. Dos ejemplos importantes son:

1. **Gastos de publicidad.** Una porción importante de los desembolsos publicitarios tiene efectos más allá del periodo actual. Esto produce una relación débil entre los desembolsos publicitarios y el desempeño a corto plazo. También implica que en ciertos casos la administración puede reducir los costos publicitarios sin ningunos efectos inmediatos sobre las ventas. Sin embargo, es probable que las ventas a largo plazo lo resientan. El análisis debe buscar las variaciones año con año de los gastos publicitarios para evaluar el efecto sobre las ventas futuras y los atributos de las utilidades.
2. **Gastos de investigación y desarrollo.** Los costos de investigación y desarrollo se encuentran entre los más difíciles de analizar e interpretar de los estados financieros. Empero son importantes, no necesariamente debido a su cuantía, sino a causa de su efecto sobre el desempeño futuro. Es interesante observar que los costos de investigación y desarrollo han adquirido un aura de potencial productivo en el análisis, que excede a lo que a menudo justifica la experiencia. Existen numerosos casos de actividades de investigación y desarrollo que han logrado buenos resultados en áreas como genética, química, electrónica, fotografía y biología. Pero por cada proyecto exitoso hay incontables fracasos. Esas fallas de la investigación representan considerables sumas gastadas o canceladas sin beneficios mensurables. El propósito del analista es determinar la cantidad de costos actuales de investigación y desarrollo que tienen beneficios futuros. Estos beneficios a menudo se miden relacionando los desembolsos para investigación y desarrollo con el crecimiento de las ventas y la creación de nuevos productos.

Análisis de otros costos discrecionales

Hay otros desembolsos discrecionales orientados al futuro. Algunos ejemplos son los costos de capacitación, ventas, desarrollo administrativo, y reparaciones y mantenimiento. Aun cuando estos costos por lo general se pagan en el periodo en que se incurrió en ellos, con frecuencia tie-

nen una utilidad futura. En la medida que estos costos se divulguen por separado en el estado de resultados, o en las notas a los estados financieros, el análisis debe reconocer los efectos de dichos costos al evaluar las utilidades actuales y las futuras perspectivas.

ANÁLISIS EN EL BALANCE DE LOS ATRIBUTOS DE LAS UTILIDADES

Conservadurismo en los activos manifestados

La relevancia de los activos declarados está vinculada (con pocas excepciones, como efectivo, inversiones retenidas hasta su vencimiento y bienes raíces) con su reconocimiento final como gastos manifestados. Lo anterior es posible enunciarlo como una proposición general:

Cuando los activos se *sobrestiman*, las utilidades acumuladas también se *sobrestiman*.

Esto es cierto debido a que se eliminan de las utilidades los cargos necesarios para convertir esos activos en valores realizables. Algunos ejemplos incluyen la demora en reconocer los activos afectados, como inventarios obsoletos, o planta y equipo improductivos, y la subestimación de la asignación para cuentas por cobrar incobrables. También es cierto lo contrario: cuando los activos se *subestiman,* las utilidades acumuladas se *subestiman.* Un ejemplo es la apreciación no reconocida sobre un negocio adquirido que se registra al precio de compra original.

CONSERVADURISMO EN PROVISIONES Y PASIVOS MANIFESTADOS

El analista debe estar atento a la proposición que relaciona los valores de las provisiones y de los pasivos con las utilidades. En general,

**Cuando las provisiones y los pasivos se *subestiman*,
las utilidades acumuladas se *sobrestiman.***

Lo anterior es cierto debido a que en las utilidades se eliminan los cargos necesarios para convertir las provisiones o los pasivos en sus valores de mercado. Los ejemplos incluyen las subestimaciones en las provisiones para garantías de productos y obligaciones ambientales que producen una sobrestimación en las utilidades acumuladas. A la inversa, una *provisión excesiva* para obligaciones o pérdidas actuales y futuras produce una *subestimación* de las utilidades (o una sobrestimación de las pérdidas). Un ejemplo es la sobrestimación de los costos de despido de una reestructuración planeada.

En el capítulo 6 se describe la forma en que las provisiones para costos y pérdidas futuros que son excesivas transfieren la carga de los costos y gastos de los futuros estados de resultados al periodo actual. Teniendo presentes las proposiciones relacionadas con los efectos de las utilidades resultantes de los valores manifestados de activos y pasivos, el análisis crítico de esos valores representa un factor importante en la evaluación de la cualidad de las utilidades.

FACTORES EXTERNOS Y ATRIBUTOS DE LAS UTILIDADES

La cualidad de las utilidades resulta afectada por factores ajenos a una compañía. Estos factores externos hacen que las utilidades sean más o menos confiables. Un factor es la cualidad de las *utilidades extranjeras.* La cualidad de las utilidades extranjeras es afectada por las dificultades e incertidumbres en la repatriación de fondos, las fluctuaciones de las divisas, las condiciones políticas y sociales, y las costumbres y regulaciones locales. En ciertos países, las compañías carecen de flexibilidad para despedir al personal que esencialmente convierte la mano de obra en un costo fijo. Otro factor que afecta la cualidad de las utilidades es la *regulación.* Por ejemplo, el entorno

regulador al que se enfrenta una empresa de servicio público afecta la cualidad de las utilidades de ésta. Un entorno indiferente u hostil afecta los costos y los precios de venta, y por consiguiente, disminuye la calidad de las utilidades debido a una creciente incertidumbre acerca de las futuras utilidades. Además, la estabilidad y confiabilidad de las *fuentes de utilidades* afectan la calidad de éstas. Los ingresos del gobierno relacionados con la defensa nacional son confiables en tiempos de grandes tensiones internacionales, pero son afectados por los acontecimientos políticos en tiempos de paz. Los *niveles cambiantes de precios* afectan la cualidad de las utilidades. Cuando los niveles de precios están subiendo, las "utilidades del inventario" o las subestimaciones de gastos, como depreciación, disminuyen la calidad de las utilidades. Por último, a causa de las incertidumbres debidas a las *complejidades de las operaciones,* se considera que las utilidades de ciertas empresas son de calidad baja.

RESPUESTAS DE ORIENTACIÓN PARA LOS PUNTOS DE VISTA DEL ANÁLISIS

AUDITOR

El principal objetivo de un auditor es la expresión de una opinión acerca de la imparcialidad de los estados financieros conforme a principios de contabilidad generalmente aceptados. Como auditor, usted desea una seguridad sobre la ausencia de errores e irregularidades en los estados financieros. El análisis de los estados financieros ayuda a identificar cualesquiera errores e irregularidades que afectan las declaraciones. Del mismo modo, este análisis obliga a nuestro auditor a entender las operaciones de la compañía y su desempeño a la luz de las condiciones prevalecientes, tanto económicas como de la industria. La aplicación del análisis de estados financieros es especialmente útil como una herramienta de auditoría preliminar, que dirige al auditor hacia las áreas de mayor cambio y de desempeño no explicado.

DIRECTOR

Como miembro del consejo de administración de una compañía, usted es responsable de supervisar la administración y de salvaguardar los intereses de los accionistas. Por esa razón, el interés de un director en la compañía es amplio y arriesgado. Para reducir el riesgo, un director utiliza el análisis de los estados financieros para vigilar a la administración y evaluar la rentabilidad, el crecimiento y la condición financiera de la compañía. Derivado de la posición única de un director, hay un acceso casi ilimitado a los registros financieros internos y a otros registros. El análisis de los estados financieros ayuda a nuestro director a: 1) reconocer las relaciones causales entre las actividades y los acontecimientos de negocios; 2) ayudar a los directores a enfocarse en la compañía y no en el laberinto de detalles financieros; y 3) fomenta medidas prácticas y no reactivas para enfrentarse a las condiciones financieras cambiantes.

MIEMBRO DEL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN

El interés de usted por la cualidad de las utilidades es asegurarse de que las utilidades reflejen con exactitud las características de rendimiento y riesgo de la compañía. Una calidad baja de las utilidades implica *utilidades infladas* (rendimientos), *riesgo desinflado*, o ambos, que no reflejan las características de rendimiento o de riesgo reales. En lo que concierne a las utilidades (rendimientos) infladas, usted le puede pedir al auditor pruebas de que la administración utiliza principios o aplicaciones contables liberales, una conducta agresiva en la contabilidad base acumulativa discrecional, sobrestimaciones de activos, y subestimaciones de pasivos. En lo que concierne al riesgo desinflado, puede preguntar acerca de las fuentes de las utilidades, la estabilidad, la variabilidad y la tendencia. Otras preguntas relacionadas con el riesgo se pueden centrar en el carácter de las inclinaciones de la administración, el entorno regulador y el riesgo de negocios general.

[Los exponentes A y B señalan tareas basadas en los apéndices 2A y 2B, respectivamente.]

PREGUNTAS

2-1. Describa el entorno del proceso de preparación de informes financieros de Estados Unidos, incluya lo siguiente:
- *a)* Las fuerzas que influyen en el contenido de los informes financieros estatutarios.
- *b)* Los organismos que determinan las reglas y las agencias reguladoras que formulan los GAAP utilizados en los informes financieros.

c) Los usuarios de información financiera y qué fuentes de información alternativas están disponibles además de los informes financieros estatutarios.
d) Los mecanismos de observancia y vigilancia para mejorar la integridad de los informes financieros estatutarios.

2-2. ¿Por qué los anuncios de las utilidades se hacen antes de la divulgación de los estados financieros? ¿Qué información contienen y en qué son diferentes de los estados financieros?

2-3. Describa el contenido y el propósito de por lo menos cuatro informes financieros que se deben presentar ante la SEC.

2-4. ¿Qué constituye a los GAAP contemporáneos?

2-5. Explique cómo se establecen los estándares contables.

2-6. ¿A quién le corresponde la responsabilidad principal de que una compañía elabore un informe financiero imparcial y representativo?

2-7. Describa los factores que originan la discreción administrativa para la preparación de los estados financieros.

2-8. Describa las fuerzas que sirven para limitar la capacidad de la administración para manejar los estados financieros.

2-9. Describa las fuentes de información alternativas además de los informes financieros estatutarios que están disponibles para inversionistas y acreedores.

2-10. Describa las tareas que desempeñan los intermediarios financieros en nombre de los usuarios de los estados financieros.

2-11. Explique las restricciones en cuanto a importancia y conservadurismo de la contabilidad financiera.

2-12. Describa la evidencia empírica que indica que la información de la contabilidad financiera es relevante para la toma de decisiones.

2-13. Describa por lo menos cuatro limitaciones importantes de la información de los estados financieros.

2-14. Es difícil medir el desempeño de una compañía que a corto plazo sólo utiliza medidas del flujo de efectivo debido a problemas de oportunidad y correspondencia. Describa cada uno de estos problemas y cite por lo menos un ejemplo de cada uno.

2-15. Describa los criterios necesarios para que un negocio registre el ingreso.

2-16. Explique cuándo se deben reconocer los costos como gastos.

2-17. Distinga entre contabilidad base acumulativa a corto plazo y a largo plazo.

2-18. Explique por qué las medidas del flujo de efectivo del desempeño son menos útiles que las medidas basadas en la acumulación.

2-19. ¿Qué factores originan la superioridad de la contabilidad según el principio de acumulación sobre la contabilidad basada en el efectivo? Explique.

2-20. La información de la contabilidad según el principio de acumulación es conceptualmente más relevante que los flujos de efectivo. Describa los descubrimientos empíricos que respaldan esta superioridad de la contabilidad según el principio de acumulación.

2-21. La información de la contabilidad según el principio de acumulación, la información del flujo de efectivo y los pronósticos de los analistas significan información para los inversionistas. Compare cada una de estas fuentes en términos de su relevancia y confiabilidad.

2-22. Explique en qué forma los principios contables, en ciertos casos, pueden crear diferencias entre la información de los estados financieros y la realidad económica.

2-23. Explique en qué forma los estimados y criterios de quienes preparan los estados financieros pueden crear diferencias entre la información de los estados financieros y la realidad económica.

2-24. ¿Qué es el análisis contable? Explique.

2-25. ¿En qué consiste el proceso de efectuar un análisis contable?

2-26. ¿Qué es lo que da origen a las distorsiones contables? Explique.

2-27. ¿Por qué los administradores en ocasiones administran las utilidades?

2-28. ¿Cuáles son las estrategias más populares para la administración de las utilidades? Explique.

2-29. Explique qué significa el término *administración de las utilidades* y qué incentivos tienen los administradores para administrar las utilidades.

2-30. Describa la función que desempeñan la información de la contabilidad según el principio de acumulación y la información de los flujos de efectivo en sus propios modelos de valuación de la compañía.

2-31. Explique en qué forma los conceptos y estándares contables, y los estados financieros basados en ellos, están sujetos a la penetrante influencia de los criterios e incentivos individuales.

2-32. ¿Estaría usted dispuesto a pagar más o menos por una acción de una empresa de la cual la información contable que le proporcionan acerca de la empresa no está auditada? Explique.

2-33[A]. ¿Qué son los estándares de auditoría generalmente aceptados?

2-34[A]. ¿Qué son los procedimientos de auditoría? ¿Cuáles son algunos de los objetivos básicos de una auditoría de los estados financieros?

2-35[A]. ¿Qué cubre por lo común la sección de opiniones del informe del auditor?

2-36[A]. ¿Cuáles son algunas implicaciones para el análisis financiero que se derivan del proceso de auditoría?

2-37[A]. Un auditor no prepara los estados financieros, en vez de ello realiza un muestreo y escudriña datos para expresar una opinión profesional acerca de si los estados financieros se "presentan imparcialmente". Mencione las implicaciones potenciales de la responsabilidad del auditor hacia los usuarios que confían en los estados financieros.

2-38[A]. ¿Qué implica la referencia del auditor a los principios de contabilidad generalmente aceptados para el análisis de uno de los estados financieros?

2-39[A]. ¿Cuáles son algunas circunstancias que sugieren un riesgo de auditoría más elevado? Explique.

2-40[A]. En la actualidad KPMG está auditando a **Citigroup**. ¿Quién le paga a KPMG por la auditoría de Citigroup? ¿A quiénes les está ofreciendo KPMG una seguridad concerniente a la presentación imparcial de los estados financieros de Citigroup? Mencione dos fuerzas del mercado a las que se enfrenta KPMG que incrementan la probabilidad de que la empresa haya hecho realmente una auditoría teniendo presentes los intereses de los usuarios de estados financieros.

2-41[A]. Se está implorando a algunas empresas de contadores públicos que evalúen las utilidades por acción de una compañía en relación con las expectativas del mercado de las utilidades por acción (por ejemplo, un consenso del pronóstico de los analistas) cuando se establezca el nivel de aserciones erróneas que se considera aceptable (el umbral de importancia). Explique por qué una aseveración errónea de .01 dólar es insignificante para una empresa, pero considerable para otra empresa por lo demás semejante.

2-42[B]. ¿Qué significan los atributos de las utilidades? ¿Por qué los usuarios evalúan los atributos de las utilidades? ¿Qué factores determinan los atributos de las utilidades?

2-43[B]. ¿Qué son los gastos discrecionales? ¿Cuál es la importancia de los gastos discrecionales para el análisis de la cualidad de las utilidades?

2-44[B]. ¿Cuál es la relación entre el valor de los activos manifestado y las utilidades manifestadas? ¿Cuál es la relación entre los valores declarados de los pasivos, incluidas las provisiones, y las utilidades manifestadas?

2-45[B]. ¿En qué forma un análisis del balance verifica la validez y la cualidad de las utilidades?

2-46[B]. ¿Cuál es el efecto de los valores externos sobre la cualidad de las utilidades?

2-47[B]. Explique en qué forma la administración de las utilidades afecta la cualidad de las utilidades. ¿Cómo se distingue entre la administración de las utilidades y el informe fraudulento?

2-48[B]. Señale y explique tres tipos de administración de las utilidades que reducen la calidad de las utilidades.

2-49[B]. ¿Qué factores e incentivos motivan a las compañías (la administración) para que administre las utilidades? ¿Cuáles son las implicaciones de esos incentivos para el análisis de los estados financieros?

EJERCICIOS

EJERCICIO 2-1
Uniformidad en la contabilidad

Algunos usuarios de los estados financieros afirman que a pesar de su atractivo intelectual intrínseco, la uniformidad en la contabilidad es impracticable en una sociedad moderna compleja que se basa, por lo menos en parte, en las fuerzas económicas del mercado.

Se requiere:

a) Explique por lo menos tres desventajas de la uniformidad contable nacional, o internacional.

b) Explique si la uniformidad en la contabilidad implica necesariamente una comparabilidad.

(Adaptado de CFA)

EJERCICIO 2-2
Anuncios de las utilidades y reacciones del mercado

Los anuncios de buenas o malas noticias en cuanto a las utilidades para el trimestre fiscal recién terminado por lo común crean cambios bastante pequeños en el precio de las acciones el día del anuncio.

Se requiere:

a) Explique en qué forma los cambios en el precio de las acciones a lo largo de los días o semanas anteriores ayudan a explicar este fenómeno.

b) Examine los tipos de información que habría podido recibir el mercado antes del anuncio de las utilidades.

c) ¿En qué forma la reacción relativamente insignificante al precio en el momento del anuncio de las utilidades se relaciona con los cambios en el precio que se observan durante los días o semanas previos al anuncio?

EJERCICIO 2-3
Oportunidad en tiempo de los estados financieros

Algunos usuarios de estados financieros critican la oportunidad en tiempo de los estados financieros anuales.

Se requiere:

a) Explique por qué la información resumida en el estado de resultados no es información nueva cuando se publica el informe anual.

b) Describa los tipos de información en el estado de resultados que son información nueva para los usuarios de estados financieros cuando se publica el informe anual.

EJERCICIO 2-4
Confiabilidad de los informes trimestrales

La SEC requiere a las compañías presentar informes financieros estatutarios tanto trimestral como anualmente. El informe trimestral se conoce como Forma 10-Q.

Se requiere:

¿Cuáles son los dos factores concernientes a los informes financieros trimestrales que pueden ser engañosos si el analista no los considera cuando efectúa el análisis de los informes trimestrales?

EJERCICIO 2-5
Información en los informes de la SEC

La SEC requiere varios informes estatutarios a las compañías públicas que tienen valores que cotizan en los mercados de valores.

Se requiere:

Señale qué informe de la SEC es el mejor sitio para encontrar la siguiente información:

a) El examen por parte de la administración de los resultados financieros del ejercicio fiscal.

b) Los términos de la compensación del director ejecutivo y la compensación total pagada al director ejecutivo en el ejercicio fiscal anterior.

c) ¿Quiénes forman parte del consejo de administración? ¿Son éstos parte de la compañía o ajenos a ella?

d) ¿Cuánto les pagan a los directores por sus servicios?

e) Los resultados de las operaciones y la posición financiera de la compañía a finales del segundo trimestre.

f) La razón por la cual una empresa cambió de auditores.

g) Los detalles de la próxima oferta pública inicial de acciones.

EJERCICIO 2-6
Mecanismos para vigilar el proceso de preparación del informe financiero

Los administradores son responsables de asegurar que los informes financieros sean imparciales y representativos. Los administradores también poseen una información interna que les ayuda en sus estimados de los futuros resultados. Sin embargo, los administradores hacen frente a incentivos para dar a conocer estratégicamente la información con fines de beneficio personal.

Se requiere:

Suponga que el administrador de una compañía que cotiza en el mercado de valores pretende reconocer los ingresos en una forma inapropiada y fraudulenta. Explique la(s) penalidad(es) que se le pueden imponer a un administrador por medio de los mecanismos de vigilancia y observancia establecidos para restringir esa actividad.

EJERCICIO 2-7
Incentivos para la divulgación voluntaria

Hay varias razones para que los administradores hagan divulgaciones voluntarias. Determine si usted cree que es probable que los administradores publiquen la siguiente información en forma de divulgaciones voluntarias (examine cada caso independientemente):

a) Una compañía planea vender una división cuyo desempeño es deficiente a causa de una pérdida considerable en el segundo trimestre del próximo año.
b) Una compañía está experimentando ventas decepcionantes y, como resultado, espera dar a conocer utilidades decepcionantes a finales de este trimestre.
c) Una compañía planea anunciar utilidades especialmente fuertes este trimestre.
d) La administración piensa que el consenso del pronóstico de los analistas es ligeramente más elevado que los pronósticos de la administración.
e) La administración está firmemente convencida de que la compañía está subvaluada en relación con el precio actual de sus acciones.

EJERCICIO 2-8
Información de los estados financieros versus *con los pronósticos de los analistas*

Los estados financieros son una fuente importante de información acerca de una compañía. Los pronósticos, los informes y las recomendaciones de los analistas son fuentes de información alternativa habituales.

Se requiere:

a) Examine los puntos fuertes de la información de los estados financieros para quienes toman decisiones de negocio.
b) Discuta los puntos fuertes de la información del pronóstico del analista para quienes toman decisiones de negocios.
c) Analice la forma en que las dos fuentes de información en *a*) y *b*) están interrelacionadas.

EJERCICIO 2-9
Contabilidad según el principio de acumulación versus *los flujos de efectivo*

a) Señale por lo menos dos razones de por qué un estado de resultados basado en la contabilidad según el principio de acumulación es más útil para analizar el desempeño de una empresa que un estado de resultados basado en el flujo de efectivo.
b) Describa qué se asentaría en el lado de los activos de un balance basado en el flujo de efectivo en comparación con el lado de los activos de un balance basado en la contabilidad según el principio de acumulación.
c) Un punto fuerte de la contabilidad según el principio de acumulación es su relevancia para la toma de decisiones. El punto fuerte de la información del flujo de efectivo es la confiabilidad. Explique qué es lo que hace que la contabilidad según el principio de acumulación sea más relevante y los flujos de efectivo más confiables.

EJERCICIO 2-10
Pronósticos del analista versus *con los estados financieros*

Los analistas hacen pronósticos de las utilidades contables junto con otra información con miras al futuro. Esta información tiene puntos fuertes y débiles en comparación con la información de los estados financieros.

Se requiere:

a) Argumente si usted piensa que los pronósticos de los analistas son más relevantes para la toma de decisiones de negocios que la información de los estados financieros.
b) Analice si usted piensa que los pronósticos de los analistas son más confiables que la información de los estados financieros.

EJERCICIO 2-11
Error de medición de la contabilidad según el principio de acumulación

La contabilidad según el principio de acumulación requiere estimados de los resultados futuros. Por ejemplo, la reserva para cuentas incobrables es un pronóstico de la cantidad de cuentas por cobrar actuales que al final resultarán ser incobrables.

Se requiere:

Señale y explique tres razones por las cuales la información contable se podría desviar de la realidad económica básica. Cite ejemplos de operaciones que podrían dar origen a cada una de las razones.

EJERCICIO 2-12
Contabilidad para reservas ocultas

Un ex presidente del consejo de la SEC se refiere a las reservas ocultas en el balance como reservas de "frasco de galletas" (cookie-jar). Estas reservas se acumulan en periodos cuando las utilidades son fuertes y se retiran para reforzar las utilidades cuando son débiles.

Se requiere:

Las reservas para 1) cuentas incobrables y 2) inventario, junto con 3) las grandes acumulaciones relacionadas con cargos de reestructuración, son operaciones que en ocasiones producen reservas ocultas.

a) Para cada una de estas operaciones, explique cuándo y cómo se crea una reserva oculta.

b) Para cada una de estas operaciones, explique cuándo y cómo se erradica una reserva oculta para reforzar las utilidades.

EJERCICIO 2-13
Los bancos y las reservas ocultas

Citicorp

Durante la década pasada, varios bancos grandes que son "centros de dinero" registraron considerables adiciones a su reserva de pérdidas de préstamos. Por ejemplo, **Citicorp** registró una adición de una sola vez a su reserva de pérdidas de préstamos que sumó un total de alrededor de 3 000 millones. Estas adiciones a las reservas para pérdidas de préstamos resultaron en considerables pérdidas netas para esos bancos. Aun cuando la mayoría de los analistas convienen en que las reservas adicionales estaban garantizadas, muchos especularon que los bancos registraron más reservas de las necesarias.

Se requiere:

a) ¿Por qué un banco podría optar por registrar más reservas para pérdidas de préstamos de las necesarias?

b) Explique en qué forma las reservas para pérdidas de préstamos se pueden utilizar para administrar las utilidades en los años futuros.

PROBLEMAS

PROBLEMA 2-1
Análisis de estados financieros y determinación de estándares

Los usuarios de estados financieros a menudo comparan la determinación de estándares contables con un proceso político. Un usuario aseveró que: *Mi punto de vista es que la determinación de estándares contables es tanto un producto de una acción política como de una lógica impecable o de descubrimientos empíricos. ¿Por qué? Porque la determinación de estándares es una decisión social. Los estándares le imponen restricciones a la conducta; por consiguiente, las partes afectadas los deben aceptar. La aceptación puede ser obligada o voluntaria, o un poco de ambas cosas. En una sociedad democrática, conseguir la aceptación es un proceso excesivamente complicado que requiere una mercadotecnia experta en una arena política.* Muchas partes afectadas por los estándares propuestos intervienen para proteger sus intereses, al mismo tiempo que disfrazan sus razones como altruistas, o teóricas. Las personas a menudo dicen, "Si a usted le agrada la respuesta, le fascinará la teoría". También se dice que aquellos que están regulados por el proceso de determinación de estándares tienen una excesiva influencia sobre el proceso regulador. Un miembro del FASB declaró: "La comunidad de negocios tiene una influencia como nunca la había tenido antes en la determinación de estándares. Creo que eso no es saludable. A quien se está regulando realmente, es a la comunidad de preparadores de los informes, y si vemos que aquellos a quienes se está regulando tienen una función dominante en el proceso regulador, eso es buscarse problemas."

Se requiere:

Discuta la relevancia del proceso de determinación de estándares contables para el análisis de estados financieros.

PROBLEMA 2-2
Neutralidad de las mediciones en los estados financieros

Los informes financieros se han comparado con la cartografía:

> La información no puede ser neutral -por consiguiente, no puede ser confiable- si se selecciona o se presenta con el propósito de producir algún efecto designado en la conducta humana. Esta cualidad de neutralidad es lo que hace que un mapa sea confiable; y creo que la naturaleza esencial de la contabilidad es cartográfica. La contabilidad es un trazado de mapas financieros. Cuanto mejor sea el mapa, tanto más completamente representa los complejos fenómenos que se están trazando. No juzgamos un mapa por los efectos conductuales que produce. La distribución de la riqueza natural o de la precipitación pluvial en un mapa podría resultar en cambios en la población, o en cambios en la ubicación industrial, lo que le podría gustar o no al gobierno. Esto no le debe preocupar al cartógrafo. Juzgamos su mapa por lo bien que representa los hechos. Después las personas pueden reaccionar a él como mejor les parezca.

Se requiere:

a) Explique por qué la neutralidad es una característica tan importante de los estados financieros.

b) Identifique ejemplos de la falta de neutralidad en los informes contables.

PROBLEMA 2-3
Necesidades de información del analista y mediciones contables

Un redactor del *Financial Analysts Journal* examinó una edición anterior de este libro y comentó:

> Generalmente hablando, las cifras contables son de dos tipos: las que se pueden medir y las que se deben estimar. Los inversionistas que creen que los valores contables son más reales que los valores de mercado deben recordar que, aun cuando las cifras estimadas en las declaraciones contables a menudo tienen un mayor efecto, solas o juntas, que las cifras medidas, los estimados de los contadores muy rara vez se basan en cualquier intento serio de los mismos a proponerse un juicio de negocios o económico.
>
> Las principales razones por las cuales los contadores se rehúsan a hacer afirmaciones precisas del principio para la determinación de los valores de los activos es que ni ellos ni nadie más han encontrado principios que continuamente proporcionen valores lo bastante plausibles para que, si las declaraciones contables se basaran en esos principios, los usuarios los tomen en serio.

Se requiere:

a) Describa qué se entiende por medición en contabilidad.

b) Conforme a ese redactor, ¿cuáles son las clases de mediciones que desean los inversionistas?

c) Analice si los objetivos de contadores e inversionistas en lo concerniente a la medición contable son compatibles.

PROBLEMA 2-4
Determinación de estándares y política

Un miembro del FASB expresó el siguiente punto de vista:

> ¿Vamos a determinar estándares contables en el sector privado, o no? Parte de la respuesta depende de cómo considera los estándares contables la comunidad de negocios. ¿Son reglas de conducta, diseñadas para restringir la conducta social y arbitrar los conflictos de interés económico? ¿O son reglas de medición, diseñadas para generalizar y comunicar con tanta precisión como sea posible los complejos resultados de los acontecimientos económicos? Las reglas de conducta requieren un proceso político. Las reglas de medición, por otra parte, requieren un proceso de investigación y experimentación. Intelectualmente, la tesis es obligatoria para considerar a la contabilidad como un proceso de medición. Pero la historia de la determinación de estándares contables ha estado dominada por el otro punto de vista, que los estándares contables son reglas de conducta. El FASB se creó de las cenizas de sus predecesores quemados en la hoguera del proceso político resultante.

Se requiere:

a) Discuta sus puntos de vista sobre las diferencias entre "reglas de conducta" y "reglas de medición".

b) Explique en qué forma la determinación de estándares es un proceso político. Identifique argumentos a favor y en contra de considerar la determinación de estándares contables como un proceso político.

PROBLEMA 2-5
La contabilidad en la sociedad

Considere el siguiente extracto del *Financial Analysts Journal*:

> En términos estrictos, los objetivos de los informes financieros son los objetivos de la sociedad y no de los contadores y auditores como tales. De manera similar, la sociedad tiene el objetivo de la ley y la medicina, es decir, justicia y salud para las personas, que no son necesariamente los objetivos de abogados y médicos, como tales, en el desempeño de sus respectivos "negocios".
>
> En una variedad de formas, la sociedad ejerce presión sobre una profesión para que actúe lo más parecido posible a como actuaría si compartiera activamente los objetivos de la sociedad. La presión de la sociedad se debe medir por el grado de adaptación de parte de la profesión que está siendo presionada y por el grado de contrapresión aplicada por la profesión. Por ejemplo, los médicos se adaptan a la sociedad obteniendo una mayor educación que en otras circunstancias y reduciendo la incompetencia en sus filas. Aplican contrapresión y logran protección constituyendo sociedades médicas.

Se requiere:

a) Describa algunas maneras en que la sociedad ha presionado a los contadores para que satisfagan mejor las necesidades de ésta.

b) Describa la forma en que la profesión contable ha respondido a esas presiones. ¿Habría podido responder la profesión en una forma mejor?

PROBLEMA 2-6
Informes financieros, o subterfugios financieros

Considere el siguiente comentario de un observador de negocios:

> El trabajo de un contador es ocultar, no revelar. No se le pide a un contador que les proporcione a los extraños una descripción exacta de lo que está sucediendo en una compañía. Se le pide que transforme las cifras de las operaciones de una compañía de tal manera que sea imposible recrear las cifras originales.
>
> Un estado de resultados de una compañía de juguetes no dice cuántos juguetes de varias clases vendió la compañía, o quiénes son los mejores clientes de la compañía. El balance no dice cuántos juguetes de cada clase tiene la compañía en inventario, o cuánto le debe cada cliente que se demora en pagar las facturas.
>
> En general, cualquier cosa que utilice un administrador para hacer su trabajo será de interés para algunos accionistas, clientes, acreedores o agencias del gobierno. La contabilidad administrativa difiere de la contabilidad financiera únicamente en que el contador debe ocultar algunos hechos y cifras que a los administradores les resultan útiles. El contador simplemente debe descartar la mayoría de los hechos y algunas cifras que utilizan los administradores cuando él elabora los estados financieros para las personas fuera de la compañía.
>
> Las reglas de la contabilidad reflejan esta tensión. Incluso si el contador pensara en él como si trabajara sólo para el bien de la sociedad, ocultaría ciertos hechos en los informes que ayuda a redactar. Debido a que el contador en realidad está trabajando para la compañía, o incluso para la administración de la compañía, oculta muchos hechos que a las personas ajenas a la misma les gustaría que revelara.

Se requiere:

a) Analice los recelos de este observador acerca de la función del contador en el proceso de preparación de los informes financieros.

b) Discuta a qué tipo de información omitida se está refiriendo el observador de negocios.

PROBLEMA 2-7
Valuación contemporánea

Supuestamente las valuaciones de capital en el mercado actual son demasiado elevadas. Muchos analistas aseveran que las razones precio-utilidad son tan altas como para constituir una "burbuja" de valuación irracional que está destinada a estallar y a arrastrar a la valuación hacia abajo. Los escépticos desconfían en especial de las valuaciones de compañías de alta tecnología y de Internet. Los defensores del "nuevo paradigma" argumentan que las razones inusualmente elevadas de precio-utilidad relacionadas con muchas compañías de alta tecnología y de Internet están justificadas, debido a que los negocios modernos son fundamentalmente diferentes. De hecho, muchos piensan que, en promedio, esas compañías todavía están valuadas en menos de su valor. Argumentan que esas compañías han invertido sumas considerables en activos intangibles que producirán cuantiosas utilidades futuras. De igual manera, hay desembolsos para cubrir los costos de investigación y desarrollo. Esto significa que dichos desembolsos reducen el ingreso cada periodo y que no se registran como activos en el balance. En consecuencia, las utilidades son más bajas de lo normal y esto produce razones de precio-utilidad que parecen irrazonablemente elevadas.

Se requiere:

Evalúe y critique las posiciones tanto de los escépticos como de los defensores de este nuevo paradigma.

PROBLEMA 2-8
Medición e interpretación de los ingresos

En una discusión del ingreso corporativo, un usuario de estados financieros alega que "Uno de los problemas reales con el ingreso es que usted en realidad nunca sabe qué es. La única forma de averiguarlo es liquidar una compañía y reducirlo todo a efectivo. Hasta entonces, el ingreso sólo es un producto de un ritual contable".

Se requiere:

a) ¿Está usted de acuerdo con la declaración anterior? Explique ¿Qué problemas prevé al medir el ingreso en la forma descrita?

b) ¿Qué suposiciones sustentan la medición periódica del ingreso conforme a la contabilidad según el principio de acumulación? ¿Qué enfoque al ingreso cree usted que es más razonable? Explique.

PROBLEMA 2-9
Información contable especializada

Polygram

Según un artículo aparecido en *The Wall Street Journal,* un estudio cinematográfico europeo, **Polygram,** está considerando fondear la producción mediante la venta de valores. Estos valores les producirán rendimientos a los inversionistas basados en los flujos de efectivo actuales de las películas que son financiadas con la venta de esos valores.

Se requiere:

a) ¿Qué información sugeriría usted que los productores le proporcionaran a los inversionistas para alentarlos a invertir en la producción de una película o películas particulares (es decir, qué información es relevante para la decisión de invertir en una película)?

b) ¿Qué clase de evidencia es posible incluir para respaldar las afirmaciones en el prospecto (es decir, qué puede maximizar la confiabilidad de la información proporcionada)?

PROBLEMA 2-10
Política y promulgación de estándares

El FASB, en *SFAS No. 123, "Accounting for Stock-Based Options"* (Contabilidad para opciones basadas en acciones), alienta a las compañías (pero no les exige) a que reconozcan el gasto de compensación basado en el valor justo de las opciones sobre acciones otorgadas a sus empleados y administradores. Los primeros borradores de esta propuesta exigían el reconocimiento del valor justo de las opciones. Pero el FASB tropezó con la oposición y decidió alentar sólo el reconocimiento del valor justo.

Se requiere:

a) Analice la función que usted piensa deben realizar los siguientes agentes en el proceso de promulgación de estándares:

1. FASB
2. SEC
3. AICPA
4. El Congreso
5. Compañías (director ejecutivo)
6. Empresas contables (de auditoría-consultoría)
7. Inversionistas

b) Examine qué agentes probablemente hayan cabildeado en favor del cambio, de requerir el reconocimiento de gastos a sólo alentar el gasto de opciones sobre acciones.

PROBLEMA 2-11
Relaciones entre ingreso, flujo de efectivo y precio de las acciones

Lands' End

La siguiente información se obtuvo del informe anual de **Land's End** (en millones de dólares, salvo los datos por acción):

Ejercicio fiscal	Año 9	Año 8	Año 7	Año 6	Año 5	Año 4
Utilidad neta	$31.2	$64.2	$ 51.0	$30.6	$36.1	$43.7
Efectivo de (utilizado por) operaciones	74.3	(26.9)	121.8	41.4	34.5	22.4
Flujo de efectivo neto	0.03	(86.5)	75.7	11.8	(16.1)	(1.2)
Flujo libre de efectivo*	27.5	(74.6)	103.3	27.5	2.4	5.1
Precio de mercado por acción (finales del ejercicio fiscal)	32.375	39.312	28.375	14.625	16.125	24.375
Acciones comunes en circulación	30.1	31.0	32.4	33.7	34.8	35.9

**Definido como: Flujo de efectivo de las operaciones – Gastos de capital – Dividendos*

Se requiere:

a) Calcular y elaborar una gráfica de las siguientes relaciones separadas:

1. Ingreso neto por acción (EPS: Earnings per share) y precio de mercado por acción.
2. Efectivo procedente de las operaciones por acción y precio de mercado por acción.
3. Flujo neto de efectivo por acción y precio de mercado por acción.
4. Flujo libre de efectivo por acción y precio de mercado por acción.

b) ¿Cuál de las medidas obtenidas del informe anual explica mejor los cambios en el precio de las acciones? Analice las implicaciones de esta valuación de las acciones.

COMPROBACIÓN
El EPS se desempeña mejor

c) Elija otra compañía y prepare gráficas similares. ¿Sus observaciones de Land's End se pueden generalizar?

PROBLEMA 2-12
Estrategias de administración de las utilidades

Marsh Supermarkets

La siguiente información se obtuvo del informe anual del ejercicio fiscal de 20X7 de **Marsh Supermarkets:**

> Durante el primer trimestre, tomamos varias decisiones que resultaron en un cargo de 13 millones de dólares a utilidades. Una nueva disposición contable, *FAS 121,* le requirió a la compañía aceptar un cargo de 7.5 millones de dólares. El manifiesto *FAS 121* dicta la forma en que las compañías deben dar razón de los valores de traspaso de sus activos. Esta regla afecta a todas las compañías públicas y privadas.
>
> La magnitud de este cargo creó la oportunidad de abordar otros asuntos que, en beneficio del mejor interés a largo plazo de la compañía, era necesario resolver. Modificamos nuestro plan definido de beneficios para la jubilación y aceptamos otros cargos considerables de reorganización, así como otros cargos especiales. Estos cargos, incluido el *FAS 121*, sumaron un total de casi 13 millones de dólares. El resultado fue una pérdida de 7.1 millones durante el trimestre y una pequeña pérdida neta durante el año. Si bien esas decisiones fueron difíciles debido a su efecto a corto plazo, tendrán implicaciones positivas en los años por venir.

La utilidad neta de Marsh Supermarkets durante los ejercicios fiscales de 20X5 y 20X6 es de 8.6 millones y 9.0 millones de dólares, respectivamente.

Se requiere:

¿Qué estrategia de administración de las utilidades fue utilizada por Marsh en el ejercicio fiscal de 20X7 en combinación con el cargo *FAS 121* (observe que no es posible evitar el cargo de 7.5 millones de dólares por la adopción de la regla *FAS 121*)? ¿Por qué cree usted que Marsh eligió esta estrategia?

COMPROBACIÓN
Estrategia de limpia de activos (big bath)

PROBLEMA 2-13
Estrategias de administración de las utilidades

Emerson Electric

Emerson Electric se dedica al diseño, fabricación y venta de una amplia variedad de productos y sistemas eléctricos, electromecánicos y electrónicos. La siguiente tabla muestra el ingreso neto y el ingreso neto antes de partidas extraordinarias de Emerson durante los últimos 20 años (en millones de dólares):

Año	Utilidad neta	Utilidad neta antes de partidas extraordinarias	Año	Utilidad neta	Utilidad neta antes de partidas extraordinarias	Año	Utilidad neta	Utilidad neta antes de partidas extraordinarias
Y1	$201.0	$201.0	Y8	$408.9	$408.9	Y15	$ 708.1	$ 708.1
Y2	237.7	237.7	Y9	467.2	467.2	Y16	788.5	904.4
Y3	273.3	273.3	Y10	528.8	528.8	Y17	907.7	929.0
Y4	300.1	300.1	Y11	588.0	588.0	Y18	1 018.5	1 018.5
Y5	302.9	302.9	Y12	613.2	613.2	Y19	1 121.9	1 121.9
Y6	349.2	349.2	Y13	631.9	631.9	Y20	1 228.6	1 228.6
Y7	401.1	401.1	Y14	662.9	662.9			

Emerson ha logrado que las utilidades crezcan continuamente durante más de 160 trimestres seguidos (más de 40 años).

COMPROBACIÓN
Estrategia de depuración de ingresos

Se requiere:

a) ¿Qué estrategia de utilidades piensa usted que ha aplicado Emerson a lo largo de los años para mantener su récord de crecimiento de las utilidades?

b) Describa en qué medida cree usted que el récord de utilidades de Emerson refleja las actividades del negocio, así como un excelente manejo empresarial, una admirable administración de las utilidades, o ambas.

c) Describa de qué manera se aplica la estrategia de Emerson en los años buenos y en los malos.

d) Señale los años en que es probable que Emerson haya creado reservas ocultas y los años en los cuales probablemente recurrió a las reservas ocultas.

PROBLEMA 2-14
Utilidad de la contabilidad según el principio de acumulación

Un libro de texto de finanzas compara la información de la contabilidad según el principio de acumulación con una "sopa de clavos". La receta de la sopa de clavos incluye los ingredientes usuales de una sopa, como consomé y fideos, pero también incluye clavos. Esto quiere decir que en cada cucharada de sopa encuentra uno algunos clavos junto con el consomé y los fideos. Por consiguiente, para comer la sopa, debe uno retirar los clavos de cada cucharada. El libro de texto seguía diciendo que los contadores incluyen una gran cantidad de información valiosa en los informes financieros, pero que es necesario eliminar las acumulaciones contables (los clavos) para que esa información sea útil.

Se requiere:

Critique la analogía de la contabilidad según el principio de acumulación con la "sopa de clavos".

PROBLEMA 2-15
Relevancia de la contabilidad base acumulativa

Considere lo siguiente: *Aunque la información de la contabilidad según el principio de acumulación es imperfecta, el hecho de ignorarla y convertir los flujos de efectivo en la base de todos los análisis y las decisiones de negocios es como arrojar al bebé junto con el agua de la bañera.*

Se requiere:

a) ¿Está usted de acuerdo o en desacuerdo con la declaración anterior? Explique.

b) ¿De qué manera la contabilidad según el principio de acumulación proporciona una información superior a la de los flujos de efectivo?

c) ¿Cuáles son las imperfecciones de la contabilidad según el principio de acumulación? ¿Es posible que la contabilidad según el principio de acumulación describa la realidad económica? Explique.

d) ¿Cuál es el enfoque prudente al análisis utilizando la información de la contabilidad según el principio de acumulación?

PROBLEMA 2-16[B]
Cualidad de las utilidades

El siguiente es un extracto de un anuncio de utilidades trimestrales de **American Express:**

American Express

American Express anuncia un ingreso neto trimestral récord de 648 millones de dólares

	TRIMESTRE QUE TERMINÓ EL 30 DE SEPTIEMBRE		
(Millones de dólares, salvo las cantidades por acción)	**20X9**	**20X8**	**Porcentaje incluido/(diciembre)**
Utilidad neta	$ 648	$ 574	13.0%
Rendimientos netos	$ 4 879	$ 4,342	12.4%
Utilidad neta por acción (básica)	$ 1.45	$ 1.27	14.2%
Promedio de acciones comunes en circulación	446.0	451.6	(1.2%)
Rendimiento sobre el capital promedio	25.3%	23.9%	

(Millones de dólares, salvo las cantidades por acción)	NUEVE MESES QUE TERMINARON EL 30 DE SEPTIEMBRE 20X9	20X8	Porcentaje incluido/(diciembre)
Utilidad neta	$ 1 869	$ 1 611	16.0%
Rendimientos netos	$14 211	$12 662	12.2%
Utilidad neta por acción (básica)	$ 4.18	$ 3.53	18.4%
Promedio de acciones comunes en circulación	447.0	456.2	(2.0%)
Rendimiento sobre el capital promedio	25.3%	23.9%	

Debido a un cambio en las reglas contables, la compañía está obligada a capitalizar los costos de software en vez de desembolsarlos a medida que ocurren. Para el tercer trimestre de 20X9, esto equivalió a un beneficio antes de impuestos de 68 millones de dólares (netos de amortización). Asimismo, la bursatilización de cuentas por cobrar de tarjetas de crédito produjo una ganancia de 55 millones de dólares (36 millones después de impuestos) en el trimestre actual.

Se requiere:

Evalúe y comente acerca de *a*) la calidad de las utilidades y *b*) el desempeño relativo de American Express en el trimestre más reciente en relación con el mismo trimestre del ejercicio fiscal anterior.

COMPROBACIÓN
Ajuste para partidas inusuales

CASOS

CASO 2-1
Análisis de las declaraciones de Dell

Dell

Responda a las siguientes preguntas utilizando el informe anual de **Dell, Inc.**, reproducido en el apéndice A.

a) ¿Quién es el responsable de la preparación y la integridad de los estados financieros de Dell y de las notas? ¿Dónde se expresa esta responsabilidad en el informe anual?

b) ¿En qué nota expresa Dell sus políticas contables utilizadas para preparar los estados financieros?

c) ¿Qué tipo de opinión de auditoría se expresa en el informe anual y de quién es esa opinión?

d) ¿Alguna información que aparece en el informe anual se basa en estimados? De ser así, ¿dónde habla Dell de ésta?

CASO 2-2
Contabilidad y análisis de la industria: un caso histórico

Dos métodos potenciales de para dar razón del costo de perforación de pozos petroleros son el costo total y los esfuerzos exitosos (successful efforts). Conforme al *método de costo total*, una compañía perforadora capitaliza los costos tanto de los pozos exitosos como de los secos. Esto quiere decir que clasifica todos los costos como activos en el balance. Una compañía carga estos costos contra ingresos a medida que extrae el petróleo y lo vende. En el *método de esfuerzos exitosos*, una compañía desembolsa los costos de los pozos secos según incurre en ellos, lo que resulta en cargos inmediatos contra las utilidades. Sólo se capitalizan los pozos exitosos. Muchas compañías perforadoras de pequeño y de mediano tamaño utilizan el método del costo total y, como resultado, millones de dólares de costos de perforación aparecen como activos en los balances.

La SEC le impone un límite a la contabilidad del costo total. Los costos capitalizados con este método no pueden exceder de un techo definido como el valor presente de las reservas de la compañía. Los costos capitalizados arriba del techo se desembolsan. Las compañías petroleras, principalmente las pequeñas, han tenido éxito al convencer a la SEC de mantener el método contable del costo total como alternativa, aun cuando la profesión contable asumió una posición en favor del método de esfuerzos exitosos. Debido a que la imposición de la regla del techo ocurrió durante una época de precios relativamente elevados del petróleo, las compañías la aceptaron, confiadas en que no tendría ningún efecto práctico sobre ellas.

Con una disminución subsiguiente en los precios del petróleo, muchas compañías encontraron que los costos de perforación que se llevaban como activos en los balances excedían los techos marcadamente más bajos. Esto quería decir que se enfrentaban a cancelaciones contables. Las compañías petroleras, preocupadas por el efecto que tendrían las grandes cancelaciones contables sobre la capacidad de hacer negocios, iniciaron un intenso esfuerzo de cabildeo para cambiar las reglas de la SEC con el fin de evitar considerables

cancelaciones contables que amenazaban con disminuir las utilidades, así como el capital propio de la sociedad. El personal de la SEC apoyó una suspensión de las reglas porque, según afirmaban, los precios del petróleo podrían aumentar y porque todavía se requería que las compañías divulgaran la diferencia entre el valor de mercado y el valor en libros de las reservas de petróleo. La propuesta hubiera relajado temporalmente las reglas hasta contar con los resultados de un estudio de la SEC sobre si debería cambiar o cancelar la prueba del techo. Asimismo, la propuesta hubiera suspendido el requerimiento de utilizar los precios actuales cuando se calculara la cantidad del techo para determinar si se requería una cancelación contable de las reservas. A la larga la SEC rechazó la propuesta que habría permitido que 250 de las compañías productoras de petróleo y gas de Estados Unidos pospusieran las cancelaciones contables sobre los valores en disminución de las reservas de gas y petróleo, aunque reconoció que el efecto de la decisión podría provocar incumplimientos respecto a los préstamos bancarios. El presidente del consejo de la SEC declaró, "las reglas no son ajustables en épocas de estrés".

Tenneco Co. encontró una forma de salir adelante con la negativa de la SEC a sancionar la postergación de las cancelaciones contables. Anunció un cambio en la contabilidad de esfuerzos exitosos junto con cargos de casi 1 000 millones de dólares contra las utilidades de los años anteriores. En efecto, Tenneco tomaría los costos no amortizados de las perforaciones secas actualmente en su balance y los aplicaría contra los ingresos de los años anteriores. Esos costos sólo afectarían los resultados del año anterior y no aparecerían como cancelaciones contables contra el ingreso actual manifestado.

Se requiere:

a) Analice qué conclusiones podría derivar un analista de la evolución de la contabilidad en la industria de petróleo y gas.

b) Explique el efecto potencial que tendría el cambio del método contable propuesto por Tenneco en los informes de los resultados de operación a lo largo de los años.

CASO 2-3[B]
Atributos de las utilidades y cambios contables

Canada Steel Co. produce piezas fundidas de acero y metal para su venta a fabricantes de equipo pesado para la construcción y equipo agrícola. A principios del año 3, el presidente de la compañía le envió el siguiente memorándum al vicepresidente:

A: Robert Kincaid, Vicepresidente de finanzas
DE: Richard Johnson, Presidente
ASUNTO: Políticas contables y financieras

El ejercicio fiscal 2 fue un año difícil para nosotros y es probable que la recesión continúe durante el año 3. Aun cuando toda la industria está padeciendo, tal vez perjudicaríamos innecesariamente nuestro desempeño con políticas contables y de negocio inapropiadas. De manera específica:

1. Depreciamos la mayoría de los activos fijos (equipo de fundición) a lo largo de sus vidas útiles estimadas por el método de "tonelaje de producción". Los métodos acelerados y las vidas más cortas se utilizan para propósitos de impuestos. Un cambio a la línea recta para propósitos del informe financiero podría *a*) eliminar la obligación diferida de impuestos en nuestro balance, y *b*) apalancar nuestras utilidades si el negocio mejora en el año 4.
2. Hace varios años usted me convenció de que cambiáramos del método de inventario PEPS (FIFO) al método UEPS (LIFO). Debido a que la inflación ahora ha bajado a una tasa de 4% anual y la fortaleza del balance general es importante en nuestro entorno actual, estimo que podemos incrementar el capital contable alrededor de 2.0 millones de dólares, el capital de trabajo 4.0 millones, y las utilidades del año 3, 0.5 millones de dólares si volvemos a PEPS (FIFO) en el año 3. Este ajuste es real –nosotros ganamos esas utilidades durante los últimos años y eso se debería reconocer–.
3. Si hacemos el cambio en el inventario, podemos continuar con nuestro programa de recompra de acciones. Al mismo accionista que nos vendió 50 000 acciones el año pasado en 100 dólares por acción le gustaría vender otras 20 000 acciones al mismo precio. Sin embargo, para obtener un financiamiento bancario adicional, debemos mantener la razón circulante en 3:1, o mejor. Resulta prudente disminuir nuestra capitalización si el rendimiento sobre los activos es insatisfactorio y nuestra industria está declinando. Además, las tasas de interés son más bajas (11% de referencia) y podemos ahorrar 60 000 dólares después de impuestos anualmente una vez que se reanude nuestro dividendo de 3.00 dólares por acción.

Estas acciones afectarían favorablemente nuestras razones de rentabilidad y liquidez, como se muestra en los datos del estado de resultados *pro forma* y del balance general para el año 3 (en millones de dólares).

	Año 1	Año 2	Estimado del año 3
Ventas netas	$50.6	$42.3	$29.0
Utilidad (pérdida) neta	$ 2.0	$ (5.7)	$ 0.1
Margen de utilidad neto	4.0%	—	0.3%
Dividendos	$ 0.7	$ 0.6	$ 0.0
Rendimiento sobre activos	7.2%	—	0.4%
Rendimiento sobre el capital	11.3%	—	0.9%
Activos circulantes	$17.6	$14.8	$14.5
Pasivos circulantes	$ 6.6	$ 4.9	$ 4.5
Deuda a largo plazo	$ 2.0	$ 6.1	$ 8.1
Capital contable	$17.7	$11.4	$11.5
Acciones en circulación (miles)	226.8	170.5	150.5
Por acción común:			
Valor en libros	$78.05	$66.70	$76.41
Variedad de precio del mercado	$42-$34	$65-$45	$62-$55*

**Año a la fecha.*

Por favor, hágame saber su respuesta a mis propuestas tan pronto como sea posible.

Se requiere:

Suponga que usted es Robert Kinkaid, el vicepresidente de finanzas. Evalúe el razonamiento del presidente para cada una de las propuestas. Usted debe hacer hincapié de un modo especial en la forma en que cada decisión contable, o negocios, afecta la cualidad de las utilidades. Respalde su respuesta con un análisis de la razón financiera.

COMPROBACIÓN
Incremento significativo en la razón deuda a capital

CAPÍTULO TRES

3

ANÁLISIS DE LAS ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO

RETROSPECTIVA

<

Los capítulos 1 y 2 ofrecen una visión general tanto del análisis de los estados financieros como de los informes financieros. Se explica la forma en que los estados financieros informan acerca de las actividades de financiamiento, inversión y operación. También se introduce el análisis contable y se explica su importancia para el análisis de los estados financieros.

EN ESTE CAPÍTULO

•

Este capítulo describe el análisis contable de las actividades de financiamiento, tanto del acreedor como del capital. El análisis del financiamiento del acreedor considera tanto el pasivo de operación como el pasivo financiero. El análisis del pasivo de operación incluye un extenso estudio de los beneficios posteriores a la jubilación. El análisis del pasivo financiero se enfoca en temas como financiamiento de arrendamiento y fuera del balance, así como las formas habituales del financiamiento de la deuda. También se analizan los componentes del financiamiento de capital y la importancia del valor en libros.

MÁS ADELANTE

>

Los capítulos 4 y 5 amplían el análisis contable a las actividades de inversión. Se analizan los activos de operación, tales como activo circulante e inmuebles, planta y equipo, al igual que las inversiones en valores y adquisiciones entre corporaciones. El capítulo 6 analiza las actividades de operación.

OBJETIVOS DEL ANÁLISIS

- Identificar y evaluar las características principales del pasivo y el capital.
- Analizar e interpretar las revelaciones de arrendamientos y explicar sus implicaciones y los ajustes a los estados financieros.
- Analizar las revelaciones posteriores a la jubilación y evaluar sus consecuencias para la valuación y el riesgo de la empresa.
- Analizar las revelaciones del pasivo contingente y describir sus riesgos.
- Identificar el financiamiento fuera del balance y sus consecuencias para el análisis del riesgo.
- Analizar e interpretar el pasivo al borde del capital.
- Explicar las acciones de capital y analizar e interpretar sus características distintivas.
- Describir las utilidades retenidas y su distribución por medio de dividendos.

El mundo de las EPS después de Enron

Enron utilizó una técnica financiera conocida como entidades para propósitos especiales (SPE, *special purpose entities*) con el fin de ocultarles a los inversionistas cientos de millones de dólares de deuda y evitar el reconocimiento de pérdidas por inversiones. Estas compañías eran empresas fantasma pobremente capitalizadas. Enron utilizó la compra de activos de las SPE a precios inflados, lo que le permitió apuntalar las ganancias.

Lo que es todavía peor, Enron utilizó las SPE como contrapartes para actividades de cobertura. Esas SPE le emitían garantías a Enron para proteger sus inversiones de una disminución del valor. Debido a que las SPE estaban tan pobremente capitalizadas y eran administradas por ejecutivos de Enron, en esencia esta compañía se estaba asegurando a sí misma.

En mayor parte, las SPE se han utilizado durante décadas como una técnica de financiamiento legítima y en la actualidad se siguen usando mucho. Por ejemplo, muchos minoristas le venden cuentas por cobrar de tarjeta de crédito de etiqueta privada a una SPE que las compra con fondos recabados de la venta de bonos al público inversionista. Los inversionistas reciben una inversión de calidad y la compañía recibe efectivo de inmediato. De manera más general, las SPE son una herramienta de financiamiento importante para compañías como Target, Capital One, General Motors, Citigroup y Dell.

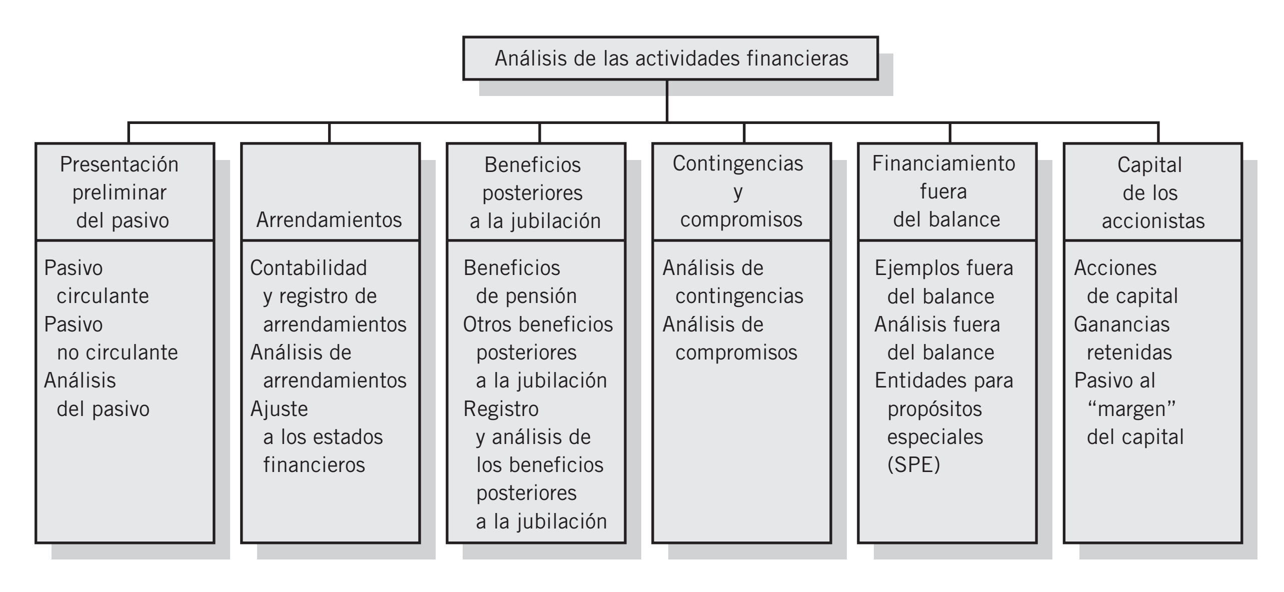
Los efectos de la FIN 46 sobre los costos y la viabilidad de las SPE todavía no están claros.

Sin embargo, el fracaso de Enron y las pérdidas resultantes para los inversionistas provocaron reclamaciones por una regulación más estricta. El Congreso de Estados Unidos respondió con la ley de Sarbanes-Oxley, y el FASB con la FIN 46. La FIN 46 tiene efectos de mayor alcance, ya que requiere la consolidación de ciertas SPE con la compañía patrocinadora (considerada la "principal beneficiaria"). Esto produce estados financieros que reflejan tanto a la compañía patrocinadora como al conjunto de las SPE de la misma.

Los abusos, como los perpetrados por Enron, son menos factibles bajo estas nuevas reglas contables. Sin embargo, los efectos de éstas sobre la viabilidad y los costos de las SPE como una herramienta legítima de financiamiento no están claros aún.

PRESENTACIÓN DEL CAPÍTULO 3

Las actividades empresariales se financian con pasivo, con capital, o con ambos. El **pasivo** consiste en obligaciones de financiamiento que requieren el pago futuro de dinero, servicios, u otros activos. Se trata de reclamaciones de personas ajenas contra los activos y recursos presentes y futuros de una compañía. El pasivo puede ser de operación o de financiamiento en naturaleza y por lo general tiene prioridad sobre el de los poseedores de capital. Los **pasivos del financiamiento** son todas las formas de financiamiento de crédito, tales como pagarés y bonos a largo plazo, préstamos a corto plazo y arrendamientos. Los **pasivos de operación** son obligaciones que se originan de operaciones, tales como acreedores comerciales y obligaciones posteriores a la jubilación. El pasivo generalmente se declara como **circulante (corto plazo)** o como **no circulante**, por lo general basándose en si la obligación vence en el transcurso de un año o no. El **capital** se refiere a los derechos de los propietarios respecto a los activos netos de una compañía. Los derechos de los propietarios son de menor prioridad que las de los acreedores, lo que significa que son derechos residuales a todos los activos una vez que se han satisfecho los derechos de los acreedores. Los poseedores de capital están expuestos al máximo riesgo asociado con una compañía, pero también tienen derecho a todos los rendimientos residuales de ésta. Algunos otros valores, como los bonos convertibles, se hallan a ambos lados de la línea que separa el pasivo del capital y representan una forma híbrida de financiamiento. Este capítulo describe estas diferentes



formas de financiamiento, cómo las contabilizan y publican las compañías, y sus implicaciones en el análisis de los estados financieros.

PASIVO

En esta sección se define el pasivo tanto circulante como no circulante. También se examinan las implicaciones de éste en el análisis de los estados financieros.

Pasivo circulante

El **pasivo circulante** (o **a corto plazo**) es constituido por obligaciones cuyo pago requiere la utilización del activo circulante, o incurrir en otro pasivo circulante. El periodo durante el cual las compañías esperan pagar el pasivo circulante es lo que resulte más largo entre un año y el ciclo de operación. En teoría, las compañías deben registrar todo el pasivo al valor presente del flujo de salida de efectivo requerido para pagarlos. En la práctica, el pasivo circulante se registra a su valor al vencimiento y no a su valor presente, debido al breve periodo transcurrido hasta su pago.

El pasivo circulante es de dos tipos. El primero proviene de las actividades de operación e incluye impuestos por pagar, ingresos no ganados, pagos anticipados, cuentas por pagar y otras acumulaciones de gastos de operación, como salarios por pagar. El segundo tipo de pasivo circulante proviene de las actividades de financiamiento e incluye préstamos a corto plazo, la porción actual de la deuda a largo plazo y el interés por pagar.

Muchos contratos de préstamo incluyen convenios para proteger a los acreedores. En caso de un incumplimiento, por ejemplo en el mantenimiento de una razón financiera especificada, como la razón de deuda a capital, el endeudamiento vence y es pagadero de inmediato. Por consiguiente, cualquier deuda a largo plazo en incumplimiento se debe reclasificar como pasivo circulante. Una violación de un convenio de deuda no circulante no requiere la reclasificación del pasivo no circulante en circulante, siempre y cuando el acreedor renuncie al derecho de exigir el repago durante más de un año a partir de la fecha del balance.

WR Grace (2004 10-K) proporciona un ejemplo del manejo de la deuda de una compañía en quiebra:

EXTRACTO DEL ANÁLISIS

Plan de reorganización. Toda la deuda de previa petición del deudor está en incumplimiento debido a su presentación pública (Filing). Los balances consolidados acompañantes reflejan la clasificación de la deuda de previa petición del deudor dentro de "pasivos sujetos a un compromiso".

Efecto contable. Los estados financieros consolidados acompañantes han sido preparados de conformidad con la declaración de posición 90-7 ("SOP 90-7", Statement of position), "Informe financiero de entidades en reorganización conforme al Código de Quiebra". La SOP 90-7 requiere que los estados financieros de deudores en posesión se preparen sobre la base de un negocio continuo, que contempla la continuidad de las operaciones, la realización de activos y la liquidación de pasivos en el curso ordinario de los negocios. Sin embargo, como resultado de la presentación pública, la realización de ciertos activos del deudor y la liquidación de ciertos pasivos del deudor están sujetas a una incertidumbre considerable. Conforme a la SOP 90-7, se requiere que el pasivo de previa petición de Grace que está sujeto a un compromiso se manifieste por separado en el balance a un estimado de la cantidad que finalmente autorizará el Tribunal de Quiebras... Ese pasivo de previa petición incluye obligaciones fijas (como deuda y compromisos contractuales), así como estimados de los costos relacionados con el pasivo contingente (como litigios relacionados con el asbesto, remediación ambiental y otras reclamaciones).

BONOS BOWIE
David Bowie emitió más de 50 millones de dólares en bonos respaldados por las futuras regalías de 25 de sus álbumes, entre otros *Ziggy Stardust*, *Thin White Duke* y *Let's Dance*.

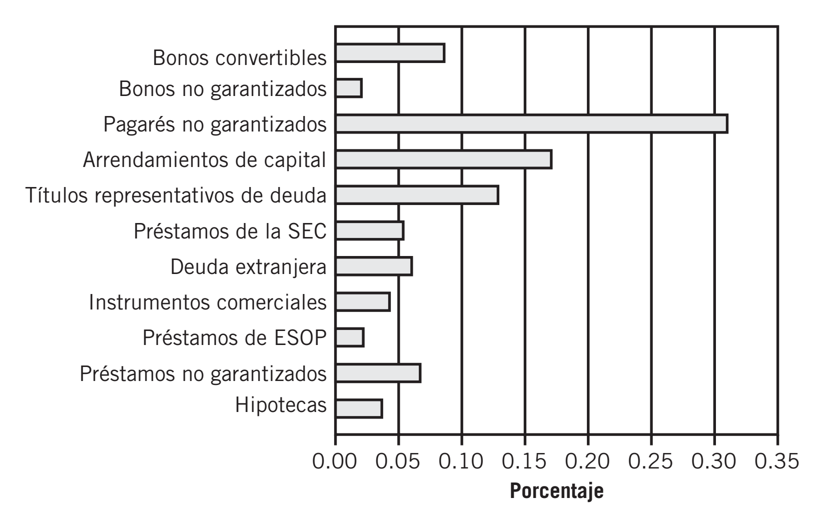
BONOS BASURA
Las emisiones de bonos Basura (*junk bonds*) en incumplimiento disminuyeron de alrededor de 30% en la década de 1980 a menos de 10% en la década de 1990, pero aumentaron a más de 11% durante la recesión de principios de la década de 2000.

Pasivo no circulante

El **pasivo no circulante** (o **a largo plazo**) son obligaciones que vencen en más de un año (o después del ciclo de operación si éste es mayor de un año). Incluye préstamos, bonos, títulos representativos de deuda y pagarés. El pasivo no circulante puede adoptar varias formas y su evaluación y medición requieren la revelación de todas las restricciones y los convenios. Las revelaciones incluyen tasas de interés, fechas de vencimiento, privilegios de conversión, características de opción de compra y provisiones de subordinación. También incluyen garantía prendada, requerimientos de fondos de amortización y provisiones de crédito rotativo. Las compañías deben divulgar los incumplimientos en cualquier provisión para pasivo, incluidas las provisiones para el repago del interés y del principal.

Un bono es un pasivo no circulante típico. El valor par (o nominal) del bono, junto con su tasa de cupón (contrato) determinan el interés en efectivo pagado sobre el bono. Los emisores de bonos en ocasiones venden bonos a un precio ya sea abajo del valor par (con descuento), o en exceso del valor par (con una prima). El descuento o la prima refleja un ajuste del precio del bono para producir la tasa de rendimiento de mercado requerida. Un descuento se amortiza a lo largo de la vida del bono e incrementa la tasa de interés efectiva pagada por el acreedor. A la inversa, cualquier prima también se amortiza, pero disminuye la tasa de interés efectiva en la cual se incurrió.

Los emisores de bonos ofrecen una variedad de incentivos para promover la venta de bonos y reducir la tasa de interés requerida. Estos incentivos incluyen características de convertibilidad y perfeccionamiento de garantías para comprar las acciones comunes del emisor. Se hace referencia a esta oferta como *incentivos adicionales de deuda convertible*.



CONVERTIBLES
En la década pasada, los bonos convertibles redituaron alrededor de 80% del rendimiento de fondos de acciones, pero con sólo 65% de volatilidad del precio.

También se requieren revelaciones para los pagos futuros de préstamos a largo plazo y para cualquier acción redimible. Esto incluiría:

- Requerimientos de vencimientos y de fondos de amortización para cada uno de los cinco años siguientes.
- Requerimientos de redención para cada uno de los cinco años siguientes.

En la nota 19 de los estados financieros de Campbell Soup, en el apéndice A, se dan ejemplos de las revelaciones del pasivo a largo plazo.

Investigación del análisis

RESTRICCIONES DEL PASIVO BASADAS EN LA CONTABILIDAD

¿Todos los bonos ofrecen a los propietarios el mismo grado de seguridad para salvaguardar las inversiones de éstos? ¿Todos los bonos tienen un riesgo igual? ¿Cómo se podría elegir entre bonos con idénticos programas de pago y tasas de cupón? La investigación del análisis sobre pasivos provee una introducción a estas preguntas. Para ser precisos, los bonos no tienen un riesgo igual, y un factor importante de este riesgo se relaciona con las restricciones, o la falta de éstas, en los contratos de pasivos. Los acreedores establecen restricciones (o convenios) de pasivos para salvaguardar sus inversiones. Estas restricciones a menudo limitan la conducta de la administración que podría perjudicar los intereses de los acreedores. La violación de cualquier restricción por lo común es motivo de un "incumplimiento técnico" y les proporciona a los acreedores una base legal para requerir un pago inmediato. Las restricciones de pasivos reducen la exposición al riesgo de un acreedor.

Las restricciones sobre la conducta de la administración adoptan muchas formas, entre otras:

- Restricciones de distribución de dividendos.
- Restricciones del capital de trabajo.
- Restricciones de la razón de deuda a capital.
- Restricciones de prioridad de la reclamación de activos
- Restricciones de adquisición y desinversiones.
- Restricciones de emisión de pasivos.

Estas restricciones limitan la dilución de los activos netos al limitar la capacidad de la administración para distribuir los activos entre accionistas nuevos o continuos, y entre nuevos acreedores. Los detalles de estas restricciones a menudo están disponibles en un prospecto de pasivos, en el informe anual de una compañía, en las presentaciones ante la SEC y en una variedad de servicios de información para acreedores (por ejemplo, *Moody's Manual*). Muchas restricciones son en forma de restricciones basadas en la contabilidad. Por ejemplo, las restricciones del pago de dividendos a menudo se expresan en forma de un nivel mínimo de ganancias retenidas que deben mantener las compañías. Por consiguiente, lo anterior significa que la selección y la aplicación de procedimientos contables resultan afectadas potencialmente por la existencia de restricciones del pasivo.

Análisis del pasivo

Los auditores son una fuente de seguridad en la identificación y medición del pasivo. Los auditores utilizan técnicas como la confirmación directa, la revisión de las minutas del consejo de administración, la lectura de contratos y convenios, y las preguntas a quienes están enterados de las obligaciones de la compañía, para quedar convencidos de que las compañías registran todos los pasivos. Otra fuente de seguridad es la contabilidad de doble entrada, que requiere que por cada activo, recurso o costo adquiridos, haya una entrada que contrapese la obligación o el recurso pagado. Sin embargo, *no* se requiere ninguna entrada para la mayoría de los compromisos y las obligaciones contingentes. En este caso, el análisis a menudo se debe basar en las notas a los estados financieros y en los comentarios de la administración incluidos en los informes anuales y otros documentos relacionados. También es posible comprobar la exactitud y la racionalidad de las cantidades de deuda equiparándolas con las revelaciones de los gastos de interés y del interés pagado en efectivo de una compañía. Cualesquiera diferencias significativas no explicadas requieren un análisis posterior o una explicación por parte de la administración.

Cuando el pasivo está subestimado, se debe estar consciente de una probable sobrestimación en el ingreso debido a gastos más bajos o demorados. La censura de varias compañías por parte de la SEC refuerza las preocupaciones de los usuarios de estados financieros en lo que concierne a la revelación total del pasivo, como se describe a continuación:

EXTRACTO DEL ANÁLISIS

La SEC determinó que Ampex no divulgó totalmente 1) sus obligaciones de pagar garantías de regalías que sumaban más de 80 millones de dólares; 2) sus ventas de cantidades grandes de cintas pregrabadas que se contabilizaron en forma inapropiada como "desimantadas", o borradas, para evitar el pago de regalías; 3) sobrestimaciones del ingreso de asignaciones inadecuadas para cintas devueltas; y 4) subestimaciones de varios millones de dólares tanto en su asignación para cuentas por cobrar dudosas como para sus provisiones para pérdidas de los contratos de regalías.

TODA LA VERDAD
La ley denominada verdad en los préstamos requiere que los acreedores proporcionen a los deudores información acerca de los costos del préstamo, incluidos cargos de financiamiento y tasa de interés.

De igual manera, es necesario analizar las descripciones del pasivo conjuntamente con sus términos, condiciones y gravámenes. Los resultados de este análisis influyen en las evaluaciones tanto del riesgo como del rendimiento de una compañía. La figura 3.1 presenta algunas características importantes que se necesita revisar en un análisis del pasivo.

Características importantes en el análisis de pasivos — ***Figura 3.1***

- Términos del endeudamiento (como vencimiento, tasa de interés, patrón de pago y cantidad).
- Restricciones sobre el empleo de recursos y la búsqueda de actividades empresariales.
- Capacidad y flexibilidad en la búsqueda de financiamiento adicional.
- Obligaciones respecto a capital de trabajo, razón de deuda a capital y otras cifras financieras.
- Características de conversión de dilución a las cuales está sujeto el pasivo.
- Prohibiciones sobre desembolsos, como dividendos.

Los requerimientos mínimos de revelación respecto a las provisiones de deuda varían, pero se debe esperar la revelación de cualesquiera violaciones en las provisiones de préstamos que limiten potencialmente las actividades de una compañía, o que incrementen su riesgo de insolvencia. Por consiguiente, es necesario estar alerta a cualesquiera explicaciones o calificaciones en las notas o en el informe de un auditor, como las siguientes de American Shipbuilding:

Es muy útil prever problemas como éstos. Una herramienta eficaz para lograr este propósito es efectuar un análisis comparativo de los términos del endeudamiento con el *margen de seguridad*. El margen de seguridad se refiere al grado en que el cumplimiento actual excede los requerimientos mínimos.

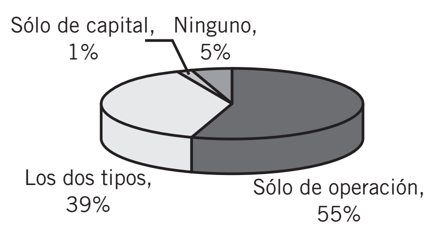
EXTRACTO DEL ANÁLISIS

El contrato de crédito se modificó... convirtiendo el instrumento de un arreglo de crédito rotatorio en un pagaré a demanda. Conforme al contrato modificado, se requiere que la compañía cumpla con condiciones financieras especificadas y también se requiere que liquide su endeudamiento con límites máximos especificados... la compañía ha cumplido todos estos requisitos, excepto el convenio del capital de trabajo. Posterior a esa fecha, la compañía no ha mantenido su cumplimiento en cuanto al endeudamiento máximo. Además, no se cumplió el requisito del valor neto tangible... La compañía ha enviado notificaciones al banco agente acerca de su incumplimiento de estos requerimientos... Además de las restricciones descritas anteriormente, este instrumento de crédito le impone restricciones a la capacidad de la compañía de adquirir activos o disponer de ellos, de hacer ciertas inversiones, de participar en arrendamientos y de pagar dividendos... el contrato de crédito no permite el pago de dividendos.

ARRENDAMIENTOS

El arrendamiento es una forma popular de financiamiento, en especial en ciertas industrias. Un **arrendamiento** es un convenio contractual entre un *arrendador* (propietario) y un *arrendatario* (usuario). Le da al arrendador el derecho de utilizar un activo, propiedad del arrendatario, durante el término del arrendamiento. A cambio, el arrendatario hace pagos de renta, conocidos como *pagos mínimos de arrendamiento* (MLP, *minimum lease payments*). Los términos del arrendamiento obligan al arrendatario a hacer una serie de pagos a lo largo de un periodo futuro especificado. Los contratos de arrendamiento pueden ser complejos y varían en cuanto a las provisiones relacionadas con el término del arrendamiento, la transferencia de la propiedad y la terminación antes de tiempo.[1] Algunos arrendamientos son simplemente contratos de renta, como el arrendamiento a dos años de una computadora. Otros son similares a una venta directa con un plan de financiamiento inherente, como un arrendamiento a 50 años de un edificio con transferencia automática de la propiedad al final del término del arrendamiento.

Frecuencia de los diferentes tipos de arrendamiento: arrendatario



Los dos métodos opcionales para la contabilidad del arrendamiento reflejan las diferencias en los contratos de arrendamiento. Un arrendamiento que transfiere substancialmente todos los beneficios y riesgos de la propiedad se considera como una adquisición de activos y como un pasivo en el cual incurre el arrendatario. De manera similar, el arrendador trata ese arrendamiento como una operación de venta y financiamiento. Este tipo de arrendamiento se conoce como **arrendamiento de capital**. Si se clasifica como arrendamiento de capital, tanto el activo arrendado como la obligación del arrendamiento se reconocen en el balance. Todos los demás tipos de arrendamiento se contabilizan como **arrendamientos de operación**. En el caso de los arrendamientos de operación, el arrendatario (arrendador) contabiliza el pago mínimo de arrendamiento como gasto de renta (ingreso) y no se reconoce ningún activo o pasivo en el balance.

Los arrendatarios a menudo estructuran un arrendamiento de manera que se pueda considerar como un arrendamiento de operación, aun cuando las características económicas del arrendamiento se ajusten más a un arrendamiento de capital. Al hacerlo así, el arrendatario está haciendo un financiamiento fuera del balance. El *financiamiento fuera del balance* se refiere al hecho de que ni el activo arrendado ni su pasivo correspondiente se registran en el balance cuando un arrendamiento se considera como un arrendamiento de operación, aun cuando muchos de los beneficios y riesgos de la propiedad se transfieren al arrendatario. La decisión de considerar un arrendamiento como arrendamiento de capital o de operación tiene gran influencia los estados financieros. Los analistas deben tener cuidado de examinar las características económicas de los arrendamientos de una compañía y replantearlas en el análisis de la compañía cuando sea necesario.

La frecuencia y la magnitud de los arrendamientos han ido en aumento. Los estimados indican que casi la tercera parte del financiamiento de activos de la planta se halla en forma de arrendamientos. El arrendamiento es la principal forma de financiamiento de activos de la planta en las industrias de menudeo, de aerolíneas y de camiones. El financiamiento de arrendamiento es común por varias razones. Por una parte, los vendedores utilizan el arrendamiento para promover las ventas, al proporcionarles financiamiento a los compradores. El ingreso de interés del arrendamiento a menudo es una fuente importante de ingresos para esos vendedores. A su vez, el arrendamiento a menudo es un medio conveniente para que un comprador financie sus compras de activos. Las consideraciones de impuestos también son importantes en el arrendamiento. De un modo específico, los pagos totales de impuestos se reducen cuando la propiedad del activo arrendado queda en manos de la parte con el nivel impositivo marginal más elevado. Además, como se describe, el arrendamiento es una fuente de financiamiento fuera del balance. Si se utiliza de esta manera, se dice que el arrendamiento les ofrece un *mejoramiento ficticio* (*maquillaje de cifras*) a los estados financieros.

El estudio del financiamiento de arrendamiento se inicia con una explicación de los efectos de la clasificación del arrendamiento tanto sobre el estado de resultados como sobre el

[1] Algunos arrendamientos son cancelables, pero la mayoría de los arrendamientos a largo plazo no son cancelables. El poder del arrendatario para cancelar el arrendamiento es un factor importante para determinar la esencia económica del arrendamiento. Aquí, el estudio se centra en los arrendamientos no cancelables.

balance. Después, se analizan las revelaciones del arrendamiento con referencia a las de Best Buy. Enseguida, se proporciona un método para efectuar el replanteamiento de los arrendamientos de operación como arrendamientos de capital para propósitos del análisis cuando las características económicas lo respaldan. El estudio también considera el efecto de la clasificación del arrendamiento sobre los estados financieros y la importancia de replantear los arrendamientos para el análisis de los estados financieros. El estudio se limita al análisis de los arrendamientos para el arrendatario. El apéndice 3A proporciona una visión general de la contabilidad y el análisis del arrendamiento para el arrendador.

Contabilidad y manifestación de arrendamientos

Clasificación y manifestación de arrendamientos

Un arrendador (la parte que arrienda el activo) clasifica y considera un arrendamiento como un arrendamiento de capital si, desde el inicio, el arrendamiento cumple *cualquiera* de estos cuatro criterios: 1) el arrendamiento le transfiere la propiedad al arrendatario hasta finales del término del arrendamiento; 2) el arrendamiento contiene una opción de compra de la propiedad a un precio de ganga; 3) el término del arrendamiento es de 75% o más de la vida económica estimada de la propiedad; o 4) el valor presente de los pagos mínimos de arrendamiento al principio del término del arrendamiento es 90% o más del valor justo de la propiedad arrendada. Un arrendamiento se clasifica como arrendamiento de operación sólo cuando no se cumple *ninguno* de estos criterios. Las compañías a menudo estructuran los arrendamientos de manera que se puedan clasificar como arrendamientos de operación.

Cuando un arrendamiento se clasifica como arrendamiento de capital, el arrendatario lo registra (tanto el activo como el pasivo) en una cantidad igual al valor presente de los pagos mínimos de arrendamiento durante el término del arrendamiento (con excepción de los *costos de ejecución* como seguro, mantenimiento e impuestos pagados por el arrendatario que se incluyen en los pagos mínimos de arrendamiento). El activo arrendado se debe depreciar en una forma congruente con la política de depreciación normal del arrendatario. De la misma manera, el gasto de interés se acumula en el pasivo del arrendamiento, igual que cualquier otro pasivo que causa interés. Sin embargo, en la contabilidad de un arrendamiento de operación, el arrendatario carga las rentas (MLP) a gastos cuando incurre en ellas; de manera que en el balance no se reconoce ningún activo y ningún pasivo.

Las reglas contables requieren que todos los arrendatarios divulguen, por lo común en las notas a los estados financieros: 1) los futuros pagos mínimos de arrendamiento por separado para los arrendamientos de capital y los arrendamientos de operación durante cada uno de los cinco años subsiguientes y la cantidad total de ahí en adelante; y 2) el gasto de renta para cada periodo en que se comunica una estado de resultados.

Contabilidad para arrendamientos: Ejemplo

Esta sección compara los efectos de la contabilidad para un arrendamiento ya sea de capital o de operación. Específicamente, se consideran los efectos tanto sobre el estado de resultados como sobre el balance del arrendatario dada la siguiente información:

- Una compañía arrienda un activo el 1 de enero de 2005; no tiene ningún otro activo, ni pasivo.
- La vida económica estimada del activo arrendado es de cinco años, con un valor de rescate de cero al final de los cinco años. La compañía depreciará este activo sobre una base en línea recta a lo largo de la vida económica de éste.
- El arrendamiento tiene un término fijo no cancelable de cinco años, con pagos mínimos anuales de arrendamiento de 2 505 dólares, pagaderos al final de cada año.
- La tasa de interés sobre el arrendamiento es 6% anual.

El análisis comienza preparando un programa de amortización para el activo arrendado, como se muestra en la figura 3.2. El paso inicial en la preparación de este programa es determinar el valor presente (de mercado) del activo arrendado (y el pasivo del arrendamiento) el 1 de enero de

Figura 3.2 ***Programa de amortización del arrendamiento***

Año	Pasivo a principios de año	COMPONENTES DE INTERÉS Y PRINCIPAL DEL MLP: Interés	Principal	Total	Pasivo a finales del año
2005	$10 000	$ 800	$ 1 705	$ 2 505	$8 295
2006	8 295	664	1 841	2 505	6 454
2007	6 454	517	1 988	2 505	4 466
2008	4 466	358	2 147	2 505	2 319
2009	2 319	186	2 319	2 505	0
Totales		$2 525	$10 000	$12 525	

2005. Utilizando las tablas de interés incluidas casi al final del libro, el valor presente es de 10 000 dólares (calculado como 3.992 × 2 505 dólares). Después, se calcula la amortización del interés y del principal para cada año. El interés es igual al pasivo a principios de año multiplicado por la tasa de interés (para el año 2005 es 10 000 dólares × 0.08). La cantidad principal es igual al pago total menos el interés (para el año 2005 es 2 505 dólares − 800 dólares). El programa revela que el patrón del interés imita el de un pago fijo de hipoteca con un interés que disminuye a lo largo del tiempo a medida que disminuye el saldo del principal. A continuación se determina la depreciación. Debido a que esta compañía utiliza la línea recta, el gasto de depreciación es de 2 000 dólares por año (calculado como 10 000 dólares/5 años). Ahora ya se cuenta con la información necesaria para examinar los efectos de esta operación de arrendamiento tanto sobre el estado de resultados como sobre el balance para los dos métodos opcionales de contabilidad del arrendamiento.

Véanse primero los efectos sobre el estado de resultados. Cuando un arrendamiento se considera como un arrendamiento de operación, el pago mínimo de arrendamiento se expresa como un gasto de renta periódico. Esto implica un gasto de renta de 2 505 dólares por año para esta compañía. Sin embargo, cuando un arrendamiento se considera como un arrendamiento de capital, la compañía debe reconocer tanto el gasto de interés periódico (véase el programa de amortización en la figura 3.2) como el gasto de depreciación (2 000 dólares por año en este caso). La figura 3.3 resume los efectos de esta operación de arrendamiento sobre el estado de resultados para estos dos métodos alternativos. A lo largo de todo el periodo de cinco años, el gasto total para ambos métodos es idéntico. Pero el método de arrendamiento de capital manifiesta más gastos en los primeros años y menos gastos en los últimos años. Esto se debe a la disminución del gasto de interés a lo largo del término del arrendamiento. En consecuencia, la utilidad neta según el

Figura 3.3 ***Efectos de los métodos alternativos de contabilidad de arrendamientos sobre el estado de resultados***

Año	ARRENDAMIENTO DE OPERACIÓN: Gasto de renta	ARRENDAMIENTO DE CAPITAL: Gasto de interés	Gasto de depreciación	Gasto total
2005	$ 2 505	$ 800	$ 2 000	$ 2 800
2006	2 505	664	2 000	2 664
2007	2 505	517	2 000	2 517
2008	2 505	358	2 000	2 358
2009	2 505	186	2 000	2 186
Totales	$12 525	$2 525	$10 000	$12 525

método de arrendamiento de capital es más bajo (más elevado) que con arreglo al método de arrendamiento de operación en los primeros (últimos) años de un arrendamiento.

A continuación se examinan los efectos de los métodos opcionales de contabilidad de arrendamientos sobre el balance. Primero, considérese el método de arrendamiento de operación. Debido a que esta compañía no tiene ningún otro activo, ni pasivo, el balance conforme al método de arrendamiento de operación muestra cero de activo y pasivo al principio del arrendamiento. A finales del primer año, la compañía paga su MLP de 2 505 dólares, y el efectivo se reduce en esta cantidad para dar un saldo negativo. El capital se reduce en la misma cantidad, debido a que el MLP se registra como gasto de renta. Este proceso continúa cada año hasta que expira el arrendamiento. Al final del arrendamiento, la cantidad acumulativa desembolsada, 12 525 dólares (como se refleja en el capital), es igual al pago de afectivo acumulativo (como se refleja en el saldo de efectivo negativo). Esta cantidad también es igual al MLP durante el término del arrendamiento, como se observa en la figura 3.2

Ahora examínense los efectos sobre el balance según el método de arrendamiento de capital (véase la figura 3.4). Para empezar, observe que el balance al final del arrendamiento es idéntico según ambos métodos de arrendamiento. Este resultado demuestra que los efectos contables netos conforme a los dos métodos son idénticos para finales del arrendamiento. Aun así, hay diferencias anuales importantes antes del fin del término del arrendamiento. De manera notable, al inicio del arrendamiento, conforme al método de arrendamiento de capital se reconocen un activo y un pasivo iguales al valor presente del arrendamiento (10 000 dólares). A finales del primer año (y cada año) el saldo de efectivo negativo refleja el MLP, que es idéntico conforme a ambos métodos de arrendamiento; recuerde que los métodos contables alternativos no afectan los flujos de efectivo. Para cada año del arrendamiento de capital, el activo arrendado y el pasivo del arrendamiento no son iguales, excepto al inicio y a la terminación del arrendamiento. Estas diferencias ocurren debido a que el activo arrendado disminuye en la cantidad de la depreciación (2 000 dólares anualmente), mientras que el pasivo arrendado disminuye en la cantidad de la amortización del principal (por ejemplo, 1 705 dólares en el año 2005, según la figura 3.2). La disminución en el capital en el año 2005 es de 2 800 dólares, que es el total de la depreciación y del gasto de interés para el periodo (véase la figura 3.3). Este proceso continúa a todo lo largo del término del arrendamiento. Observe que el activo arrendado siempre es más bajo durante el término del arrendamiento. Esto ocurre debido a que la depreciación acumulada en cualquier momento determinado excede a la reducción acumulativa del capital.

Efectos de los arrendamientos capitalizados sobre el balance ***Figura 3.4***

Mes/Día/Año	Efectivo	Activo arrendado	Arrendamiento de pasivos	Capital
1/1/2005	$ 0	$10 000	$10 000	$ 0
12/31/2005	(2 505)	8 000	8 295	(2 800)
12/31/2006	(5 010)	6 000	6 454	(5 464)
12/31/2007	(7 515)	4 000	4 466	(7 981)
12/31/2008	(10 020)	2 000	2 319	(10 339)
12/31/2009	(12 525)	0	0	(12 525)

La explicación anterior señala los efectos que tienen los métodos opcionales de contabilidad de arrendamientos sobre los estados financieros. Aun cuando el método del arrendamiento de operación es más sencillo, el método del arrendamiento de capital es teóricamente superior, desde la perspectiva del balance y la de la declaración de impuestos a la vez. Desde la perspectiva del balance, la contabilidad del arrendamiento de capital reconoce los beneficios (activo) y las obligaciones (pasivo) que provienen de una operación de arrendamiento. En contraste, el método del arrendamiento de operación ignora esos beneficios y obligaciones y sólo refleja totalmente esos efectos a finales del término del arrendamiento. Esto significa que el balance conforme al método del arrendamiento de operación no refleja el activo ni las obligaciones del arrendamiento de la compañía.

Revelaciones del arrendamiento

Las reglas contables requieren que una compañía con arrendamientos de capital manifieste tanto el activo arrendado como el pasivo del arrendamiento en el balance. Además, todas las compañías deben divulgar los futuros compromisos de arrendamiento tanto para los arrendamientos de capital como para los de operación no cancelables. Las anteriores revelaciones resultan útiles para propósitos de análisis.

A continuación se analizan las revelaciones del arrendamiento en el informe anual de Best Buy Co., de 2004. A finales de su ejercicio fiscal y a pesar de la utilización del arrendamiento como una alternativa de financiamiento para muchas de sus tiendas de menudeo, Best Buy declara un pasivo de arrendamiento de capital de sólo 16 millones de dólares (en comparación con

Figura 3.5 ***Revelaciones de arrendamientos de Best Buy***

Compromisos de arrendamiento

Arrendamos porciones de nuestras instalaciones corporativas y realizamos la mayoría de nuestras operaciones de menudeo y distribución desde ubicaciones arrendadas. Los arrendamientos requieren el pago de impuestos de bienes raíces, seguro y mantenimiento del área común, además de la renta. La mayoría de los arrendamientos contienen opciones de renovación y cláusulas de indexación, y los arrendamientos de ciertas tiendas requieren rentas contingentes basadas en porcentajes específicos del ingreso. Otros arrendamientos comprenden convenios relacionados con el mantenimiento de razones financieras. Los costos de operación relacionados con la venta y la venta seguida de una transferencia de las propiedades y cualquier ganancia o pérdida relacionada se reconocen a lo largo del periodo de los contratos de arrendamiento. Los ingresos de la venta y la venta seguida de una transferencia de las propiedades se incluyen en otros activos circulantes. De igual manera, arrendamos cierto equipo conforme a arrendamientos no cancelables de operación y de capital. Los términos de nuestros contratos de arrendamiento por lo general son de hasta 20 años.

Durante el ejercicio fiscal de 2004, celebramos un contrato de arrendamiento de capital por 26 dólares para equipo en el punto de venta utilizado en nuestras tiendas de menudeo. Este contrato fue una operación no en efectivo y se ha eliminado de nuestra Declaración Consolidada de Flujos de Efectivo. La composición de gastos de renta para todos los arrendamientos de operación, netos de ingreso de renta de subarrendamientos, durante los tres ejercicios fiscales pasados, incluidos arrendamientos de propiedad y equipo, fue como sigue:

(Millones de dólares)	2004	2003	2002
Rentas mínimas	$ 467	$ 439	$ 366
Rentas contingentes	1	1	1
Gasto de renta total para operaciones continuas	$ 468	$ 440	$ 367

Los futuros pagos mínimos de arrendamiento conforme a nuestros arrendamientos de capital y de operación, netos del ingreso de renta de subarrendamiento, para el ejercicio fiscal (sin incluir las rentas contingentes) al 28 de febrero de 2004, son como sigue (en millones de dólares):

Ejercicio fiscal	Arrendamientos de capital	Arrendamientos de operación
2006	3	424
2005	$ 14	$ 454
2006	3	424
2007	—	391
2008	—	385
2009	—	379
De ahí en adelante	—	2 621
Subtotal	17	
Menos: interés atribuido	(1)	
Valor presente de las obligaciones de arrendamiento de capital	$ 16	

5230 millones de pasivo total) en su balance. Como resultado, sólo una pequeña porción de sus propiedades arrendadas están registradas en el balance. La figura 3.5 reproduce la nota de pie de página del arrendamiento que aparece en el informe anual y es típica de las revelaciones de arrendamientos. Best Buy arrienda porciones de sus oficinas corporativas, básicamente todos sus sitios de venta de menudeo, una mayoría de sus instalaciones de distribución y parte de su equipo. Los términos del arrendamiento por lo general varían hasta 20 años. Además, de los pagos de renta, los arrendamientos también requieren que Best Buy pague costos de ejecución (impuestos de bienes raíces, seguro y mantenimiento). Es importante observar que, en los cálculos del valor presente que siguen, sólo se consideran los pagos mínimos de arrendamiento sobre la base del término del arrendamiento (sin incluir las opciones de renovación) y no los costos de ejecución.

La compañía clasifica la gran mayoría de sus arrendamientos como de operación y proporciona un programa de futuros pagos de arrendamiento en sus notas a los estados financieros. Best Buy hará pagos de 454 millones de dólares sobre sus arrendamientos en 2005, 424 millones en 2006, etcétera.

Análisis de los arrendamientos

Esta sección estudia el efecto de los arrendamientos de operación comparado con el de los arrendamientos de capital para el análisis de los estados financieros. Ofrece una guía específica sobre cómo ajustar los estados financieros para los arrendamientos de operación que se deben considerar como arrendamientos de capital.

Efecto de los arrendamientos de operación

Aun cuando los estándares contables permiten que los métodos opcionales reflejen mejor las diferencias en los aspectos económicos implícitos en las operaciones de arrendamiento, esta discreción muy a menudo es mal empleada por los arrendatarios, quienes estructuran contratos de arrendamiento de manera que puedan utilizar el método de arrendamiento de operación. Esta práctica reduce la utilidad de los estados financieros. Además, debido a que la proporción entre arrendamientos de capital y arrendamientos de operación varía entre las compañías, la contabilidad del arrendamiento afecta la capacidad de comparar los estados financieros de diferentes compañías.

Los incentivos de los arrendatarios para estructurar los arrendamientos como arrendamientos de operación se relacionan con los efectos de los arrendamientos de operación comparados con los de los arrendamientos de capital, tanto en el balance como un el estado de resultados. Estas consecuencias en los estados financieros se resumen como sigue:

- Los arrendamientos de operación subestiman el pasivo al mantener el financiamiento del arrendamiento fuera del balance. Esto no sólo oculta el pasivo del balance, sino que también causa un efecto positivo sobre las razones de solvencia (como deuda a capital) que se utilizan con frecuencia en el análisis del crédito.
- Los arrendamientos de operación subestiman los activos. Esto infla tanto la razón del rendimiento sobre la inversión como la de la rotación de activos.
- Los arrendamientos de operación demoran el reconocimiento de los gastos en comparación con los arrendamientos de capital. Esto quiere decir que los arrendamientos de operación sobrestiman el ingreso al principio del término del arrendamiento, pero subestiman el ingreso a finales del término del arrendamiento.
- Los arrendamientos de operación subestiman el pasivo circulante al mantener la porción actual de pago del principal fuera del balance. Esto infla la razón actual y otras medidas de la liquidez.
- Los arrendamientos de operación incluyen interés con la renta del arrendamiento (un gasto de operación). En consecuencia, los arrendamientos de operación subestiman tanto el ingreso de la operación como el gasto de interés. Esto infla las razones de cobertura del interés, como la razón de cobertura de intereses.

Esta capacidad de los arrendamientos de operación para influir positivamente en las razones clave utilizadas en los análisis de crédito y rentabilidad ofrece un incentivo importante para que los arrendatarios busquen esta fuente de financiamiento fuera del balance. Los arrendatarios también

Investigación del análisis

MOTIVOS PARA EL ARRENDAMIENTO

La teoría de las finanzas sugiere que los arrendamientos y la deuda son substitutos perfectos. Sin embargo, hay muy poco testimonio empírico que respalde esta *hipótesis de la sustitución*. De hecho, la evidencia parece contradecir esta hipótesis. Para ser precisos, las compañías con arrendamientos tienen una proporción más elevada de financiamiento de deuda adicional que las que no tienen arrendamientos. Esto da origen al llamado 'rompecabezas del arrendamiento'. Además, hay una considerable variación entre las compañías respecto al grado del arrendamiento como una forma de financiamiento. ¿Cuáles son entonces los motivos para arrendar?

Una respuesta se relaciona con los impuestos. La propiedad de un activo le proporciona beneficios de impuestos al tenedor. Esto sugiere que la entidad con la tasa de impuestos marginales *más elevada* tendría la propiedad del activo para aprovechar los mayores beneficios de impuestos. La entidad con el impuesto marginal *más bajo* arrendaría el activo. La evidencia empírica respalda esta hipótesis de los impuestos. Otros factores económicos que motivan el arrendamiento incluyen: 1) un periodo de utilización esperado que es menor que la vida económica del activo; 2) un arrendador que tiene una ventaja al revender el activo, o que tiene un poder de mercado para obligar a los compradores a arrendar; y 3) un activo que no es especializado para la compañía, o que no es sensible a una mala utilización.

Los factores relacionados con el informe financiero también explican la mayor popularidad del arrendamiento con respecto a otras formas de financiamiento de deuda. Aun cuando la contabilidad financiera y la manifestación de impuestos no necesitan ser idénticos, la utilización de arrendamientos de operación para los informes financieros crea obstáculos innecesarios cuando se reclaman beneficios de arrendamiento de capital para propósitos de impuestos. Esto explica la elección del arrendamiento de capital para algunos informes financieros. Con todo, la elección del arrendamiento de operación es determinada en gran medida la preferencia de los administradores por el financiamiento fuera del balance. El arrendamiento de capital produce un deterioro en las razones de solvencia y crea dificultades para reunir capital adicional. Por ejemplo, hay indicios de que el arrendamiento de capital incrementa la rigurosidad de los convenios de deuda y, por consiguiente, los administradores tratan de relajar los convenios de deuda con arrendamientos de operación. Aunque hay algunos testimonios de que los contratos de deuda privados reflejan diferentes elecciones de contabilidad del arrendamiento, la preponderancia de la evidencia sugiere que los acreedores no compensan totalmente los métodos alternativos de contabilidad del arrendamiento.

creen que la clasificación de los arrendamientos como arrendamientos de operación los ayuda a cumplir con los convenios de deuda y mejora las perspectivas de obtener un financiamiento adicional.

Debido a los efectos de la clasificación del arrendamiento sobre los estados financieros y las razones, un analista debe hacer ajustes en los estados financieros antes del análisis. Muchos analistas convierten todos los arrendamientos de operación en arrendamientos de capital. Otros son más selectivos. Los autores de este libro sugieren la reclasificación de los arrendamientos cuando sea necesaria y advierten contra los ajustes indiscriminados. Es decir, se recomienda la reclasificación sólo cuando la clasificación del arrendatario es incongruente con las características económicas del arrendamiento, como se explica a continuación.

Conversión de arrendamientos de operación en arrendamientos de capital

Esta sección explica un método para convertir los arrendamientos de operación en arrendamientos de capital. En la figura 3.6 se ilustran los pasos específicos utilizando datos tomados de la nota de arrendamiento de Best Buy. Es necesario hacer hincapié en que, aun cuando este método proporciona estimados razonables, no cuantifica con precisión todos los efectos de la reclasificación del arrendamiento para los estados financieros.

El primer paso es evaluar si la clasificación de los arrendamientos de operación de Best Buy es razonable o no. Para hacer esto, se debe estimar la duración del periodo restante después de los cinco años divulgados en las notas, titulado "De ahí en adelante" en las notas de Best Buy de la figura 3.5. De manera específica, se divide el MLP manifestado para los últimos años entre el MLP para el año anterior, que se expresa por separado. En el caso de Best Buy, se divide el MLP total para los últimos años de 2 621 millones de dólares (para sus arrendamientos de operación

Determinación del valor presente de los pagos proyectados de arrendamiento de operación y de la amortización del arrendamiento (en millones de dólares)

Figura 3.6

Año	Pago	Factor de descuento	Valor presente	Interés	Obligación de arrendamiento	Saldo del arrendamiento
2004						$3 321
2005	$ 454	0.94518	$ 429	$193	$261	3 060
2006	424	0.89336	379	178	246	2 814
2007	391	0.84439	330	163	228	2 586
2008	385	0.79810	307	150	235	2 351
2009	379	0.75435	286	136	243	2 108
2010	379	0.71299	270	122	257	1 851
2011	379	0.67390	255	107	272	1 579
2012	379	0.63696	241	92	287	1 292
2013	379	0.60204	228	75	304	988
2014	379	0.56904	216	57	322	666
2015	379	0.53784	204	39	340	326
2016	347	0.50836	176	21	326	0
Totales	$4 654		$3 321			

de 2004), entre el MLP declarado en 2009, o sea 379 millones, para llegar a 6.9 años después de 2004. Si se suma esta cifra a los cinco años ya declarados, se obtiene un estimado de alrededor de 12 años para el término restante del arrendamiento. Estos resultados sugieren la necesidad de que se reclasifiquen los arrendamientos de operación de Best Buy como arrendamientos de capital, es decir, el compromiso de 12 años en cuanto a los arrendamientos de operación es demasiado largo para ignorarlo. En particular, siempre que se considere que el periodo de arrendamiento restante (compromisos) es considerable, se necesita capitalizar los arrendamientos de operación.

Para convertir los arrendamientos de operación en arrendamientos de capital, es necesario estimar el valor presente de la obligación de arrendamiento de operación de Best Buy. El proceso se inicia con un estimado de la tasa de interés que se utilizará para descontar los pagos de arrendamiento proyectados. La determinación de la tasa de interés sobre los arrendamientos de operación plantea un reto. En el caso de las compañías que manifiestan arrendamientos tanto de capital como de operación, es posible estimar la tasa de interés implícita sobre los arrendamientos de capital y suponer que los arrendamientos de operación tienen una tasa de interés similar. La tasa implícita sobre los arrendamientos de capital se infiere por el método de prueba y error y es igual a la tasa de interés que iguala los pagos proyectados de arrendamiento de capital con el valor presente de los arrendamientos de capital; estos dos elementos se divulgan en la nota de pie de página del arrendamiento.

Cuando se infiere la tasa de interés a partir de las revelaciones del arrendamiento de capital surgen dos problemas. En primer lugar, es imposible utilizar este método para las compañías que sí comunican los detalles del arrendamiento de capital. En un caso así, se necesita determinar el rendimiento sobre la deuda a largo plazo de la compañía, o sobre una deuda con un perfil de riesgo similar, y después utilizarlo como un substituto para la tasa de interés sobre arrendamientos de operación. Un segundo problema surge cuando las tasas de interés sobre los arrendamientos de operación y de capital son marcadamente diferentes (esto se origina cuando los arrendamientos de operación y de capital se asientan en tiempos diferentes en que las tasas de interés son distintas). En este escenario, se necesita ajustar la tasa de interés del arrendamiento de capital para que refleje mejor la tasa de interés sobre los arrendamientos de operación.

La clasificación de bonos de Best Buy es BBB, que resulta en un costo efectivo del préstamo a 10 años de alrededor de 5.8% en 2005. Para el ejemplo que sigue, se utiliza 5.8% como tasa de descuento para determinar el valor presente de los pagos proyectados del arrendamiento de operación. Este análisis se presenta en la figura 3.6. Los pagos de arrendamiento para 2005-2009 se proporcionan en la nota de pie de página del arrendamiento, como se requiere. Su supone que los pagos estimados después de 2009 son iguales el pago de 2009 y que siguen así durante los siete años siguientes, con un pago de arrendamiento final de 347 millones de dólares en el duodécimo año

(2016). El descuento de estos pagos de arrendamiento proyectados a 5.8% da un valor presente de 3 321 millones de dólares. Ésta es la cantidad que se debe añadir al pasivo declarado de Best Buy.

El siguiente paso de este análisis es calcular el valor del activo del arrendamiento de operación. Recuerde que el valor del activo de un arrendamiento de capital siempre es más bajo que el pasivo correspondiente, pero es difícil estimar qué tanto más bajo, debido a que eso depende de la duración del término del arrendamiento, de la vida económica del activo y de la política de depreciación del arrendatario. En consecuencia, para un análisis de arrendamientos de operación, se supone que el valor del activo arrendado es igual al pasivo estimado. Para Best Buy, esto significa que tanto el activo arrendado como el pasivo del arrendamiento se estiman en 3 321 millones de dólares para 2004. También es posible dividir el pasivo del arrendamiento de operación en sus componentes actuales y no actuales de 261 y 3 060 millones de dólares, respectivamente.

Una vez determinados el activo y el pasivo del arrendamiento de operación, enseguida se debe estimar el efecto de la reclasificación del arrendamiento sobre el ingreso manifestado. Hay dos gastos relacionados con los arrendamientos capitalizados: interés y depreciación. El gasto de interés se determina aplicando la tasa de interés al valor presente del arrendamiento (la obligación de arrendamiento). En el caso de Best Buy, esto se estima en 193 millones para 2005, o 5.8% de 3 321 millones (véase la figura 3.6). El gasto de depreciación se determina dividiendo el valor del derecho de locación del activo entre el término restante del arrendamiento. Suponiendo que no hay un valor residual, la depreciación de los 3 321 millones de dólares en activos arrendados sobre una base en línea recta a lo largo de los 12 años restantes del término del arrendamiento da un gasto de depreciación de 277 millones. En consecuencia, el gasto total se estima en 470 millones de dólares (193 millones + 277 millones) para 2005, en comparación con los 454 millones de gasto de renta proyectado, un incremento de 16 millones antes de impuestos.

Reexpresión de los estados financieros para la reclasificación del arrendamiento

La figura 3.7 muestra la reexpresión del balance y el estado de resultados para Best Buy antes y después de la reclasificación del arrendamiento de operación utilizando los resultados de la figura 3.6. La reclasificación del arrendamiento de operación tiene un efecto limitado sobre el estado de resultados de Best Buy correspondiente al año 2004. Utilizando los cálculos del gasto de interés y depreciación para 2005 de la figura 3.6, el estado de resultados de ingresos de Best Buy para 2004 se puede reconstruir como sigue:

- Los gastos de operación disminuyen 177 millones (eliminación del gasto de renta de 454 millones declarado en 2004 y adición de 277 millones de gasto de depreciación).*
- El gasto de interés se incrementa 193 millones (a 201 millones).
- La utilidad neta disminuye 10 millones [16 millones antes de impuestos × (1 − .35), la tasa de impuesto marginal corporativo supuesta] en 2004.

El efecto del balance es más considerable. El activo total y el pasivo total se incrementan marcadamente, 3 321 millones a finales de 2004, que es el valor presente del pasivo del arrendamiento de operación. El incremento del pasivo consiste en incrementos tanto del pasivo circulante (261 millones) como del pasivo no circulante (3 060 millones).

*Los 454 millones de dólares de gasto de renta que se eliminaron en este ejemplo no son iguales al gasto de renta de 468 millones manifestado para 2004 en las notas de pie de página del contrato de arrendamiento de Best Buy (figura 3.5). El reemplazo del gasto de renta real resultaría en una eliminación más precisa del gasto de renta actual, pero resultaría en una desigualdad entre el gasto de renta que se eliminó del gasto de operación y los componentes de depreciación e interés que lo reemplazaron. Otro método consiste en eliminar del gasto de operación actual los pagos mínimos de arrendamiento proyectados en las revelaciones del arrendamiento del año anterior y reemplazar esa cantidad con los componentes de depreciación e interés proyectados, calculados a principios del año. Este método tampoco elimina el gasto de renta actual y, en vez de ello, supone que sólo el pago mínimo de arrendamiento (MLP) que se proyecta para el año actual se eliminará conforme a la suposición de que el gasto real incluye rentas contingentes que no son relevantes para el análisis. La ejecución de este método requiere la capitalización del activo y el pasivo arrendados para los balances tanto inicial como final, y por consiguiente, requiere el estudio de la nota de pie de página del arrendamiento tanto para el año anterior como para el año actual. Todos los métodos tienen puntos fuertes y débiles y todos requieren algunos estimados, no sólo relacionados con la cantidad del gasto de renta eliminado, sino también con respecto a la tasa de descuento utilizada para calcular el activo y el pasivo arrendados y capitalizados.

Balance reexpresado después de convertir los arrendamiento de operación en arrendamientos de capital: Best Buy, 2004 (en millones de dólares) ***Figura 3.7***

Estado de resultados	Antes	Después
Ventas	$24 547	$24 547
Gastos de operación	23 243	23 066
Utilidad de operación antes de interés e impuestos	1 304	1 481
Gasto de interés (ingreso)	8	201
Impuestos sobre utilidades	496	490
Ingreso de operaciones continuas	800	790
Operaciones discontinuadas	(95)	(95)
Utilidad neta	$ 705	$ 695

Balance	Antes	Después		Antes	Después
Activos circulantes	$5 724	$5 724	Pasivos circulantes	$4 501	$4 762
Activos fijos	2 928	6 249	Pasivos a largo plazo	729	3 789
			Capital de los accionistas	3 422	3 422
Activos totales	$8 652	$11 973	Pasivos y capital totales	$8 652	$11 973

La figura 3.8 indica razones seleccionadas para Best Buy antes y después de la reclasificación del arrendamiento. La razón actual disminuye ligeramente de 1.27 a 1.20. Sin embargo, la reclasificación afecta en forma adversa las razones de solvencia de Best Buy. La razón de deuda total a capital se incrementa 65% a 2.50, y la razón entre deuda a largo plazo y capital salta de 0.21 a 1.11. La cobertura de interés de Best Buy (razón del número de veces que se ha ganado interés) disminuye de 163.0 (puesto que está registrando un gasto mínimo de interés antes de la reclasificación) a 7.37, pero sigue siendo muy fuerte incluso después del ajuste del arrendamiento de operación.

El rendimiento sobre el capital final en gran parte no resulta afectado debido al pequeño cambio en el ingreso después de impuestos (lo que significa que el capital no resulta marcadamente afectado por la reclasificación). Sin embargo, los componentes de la rentabilidad resultan extensamente afectados. El rendimiento sobre los activos finales disminuye de 8.1% a 5.8% debido al incremento en los activos declarados y su consiguiente efecto sobre la rotación total de activos. El apalancamiento financiero se ha incrementado para compensar esta disminución, dejando inalterado el rendimiento sobre el capital. Aun cuando el ROE no resulta afectado, las inferencias acerca de cómo se logra este rendimiento son diferentes. Después de la capitalización del arrendamiento, se considera que Best Buy requiere una inversión de capital considerablemente mayor (lo que resulta en razones de rotación más bajas), y está realizando su ROE como resultado de un nivel de apalancamiento financiero más elevado que el que era evidente en los estados financieros no ajustados.

Efecto de la conversión de los arrendamientos de operación en arrendamientos de capital sobre las razones clave: Best Buy, 2004 ***Figura 3.8***

Razones financieras	Antes	Después
Razón actual	1.27	1.20
Deuda total a capital	1.53	2.50
Deuda de largo plazo a capital	0.21	1.11
Utilidad neta/Capital final	20.6%	20.3%
Utilidad neta/Activos finales	8.1%	5.8%
Razón de cobertura de intereses	163.0	7.37

Investigación del análisis

ARRENDAMIENTOS DE OPERACIÓN Y RIESGOS

La investigación del análisis respalda la capitalización de los arrendamientos de operación no cancelables. El efecto principal de la capitalización de esos arrendamientos de operación es un incremento en la razón de deuda a capital y en otras razones similares, con un correspondiente incremento en la evaluación del riesgo de la compañía. Una pregunta importante es si los arrendamientos de operación fuera del balance incrementan realmente el riesgo. La investigación ha contemplado esta pregunta evaluando el efecto de los arrendamientos de operación sobre el *riesgo de capital*, definido como una variabilidad en los rendimientos de las acciones. La evidencia muestra que el valor presente de los arrendamientos de operación no capitalizados incrementa el riesgo de capital debido a al efecto tanto sobre la razón de deuda a capital como sobre la variabilidad del rendimiento sobre los activos (ROA, Return on assets).

La investigación del análisis también indica que sólo el valor presente de los futuros MLP afecta el riesgo de capital. Además, señala que los analistas no consideran la compensación contingente incluida en los pagos de renta. Esta evidencia favorece el método de capitalización del arrendamiento adoptado por los estándares contables, en vez de un método alternativo que implique multiplicar los pagos de renta del arrendamiento por una constante.

BENEFICIOS POSTJUBILACIÓN

Los empresarios a menudo proporcionan beneficios a los empleados después que éstos se jubilan. Estas **beneficios postjubilación** adoptan dos formas: 1) **beneficios de pensión**, cuando el empresario le promete beneficios monetarios al empleado después de la jubilación, y 2) **otros beneficios laborales postjubilación (OPEB**, *other postretirement employee benefits*), cuando el empresario proporciona otros beneficios (por lo común no monetarias) después de la jubilación, principalmente seguros para el cuidado de la salud y médico. Los dos tipos de beneficios plantean retos en teoría similares para la contabilidad y el análisis. Los estándares contables actuales requieren que los costos de proporcionar beneficios posteriores a la jubilación se reconozcan cuando el empleado está en servicio activo, no cuando los beneficios se pagan realmente. El valor presente estimado de los beneficios acumuladas se manifiesta como un pasivo para el empresario. Debido a la incertidumbre concerniente a la oportunidad y la magnitud de estos beneficios, es necesario estimar los costos (y el pasivo) posteriores a la jubilación basándose en *suposiciones actuariales* concernientes a expectativa de vida, rotación de empleados, compensación, costos del cuidado de la salud, tasas de rendimiento esperadas y tasas de interés.

Las pensiones y otras compensaciones posteriores a la jubilación constituyen una parte importante del pasivo de muchas compañías. Además, las pensiones constituyen una gran parte de los ahorros y las inversiones de la economía. Los estimados actuales son que los planes de pensión, con activos superiores a cuatro billones de dólares (alrededor de 20% de los activos de Estados Unidos), protegen a casi 50 millones de individuos. De igual manera, los fondos de pensión controlan alrededor de 25% del valor de las acciones de la Bolsa de Valores de Nueva York y dan razón de casi una tercera parte del volumen de cotizaciones diarias. Aun cuando su magnitud es un poco menor, las OPEB, en particular los costos del cuidado de la salud, son un componente importante de los costos de los empleados de las compañías. Alrededor de una tercera parte de los trabajadores estadounidenses participan en planes del cuidado de la salud posteriores a la jubilación, con un total de un pasivo no fondeado de alrededor de dos billones de dólares. Tanto el pasivo de pensión como el de las OPEB es probable que aumenten debido a los cambios demográficos y a la creciente expectativa de vida.

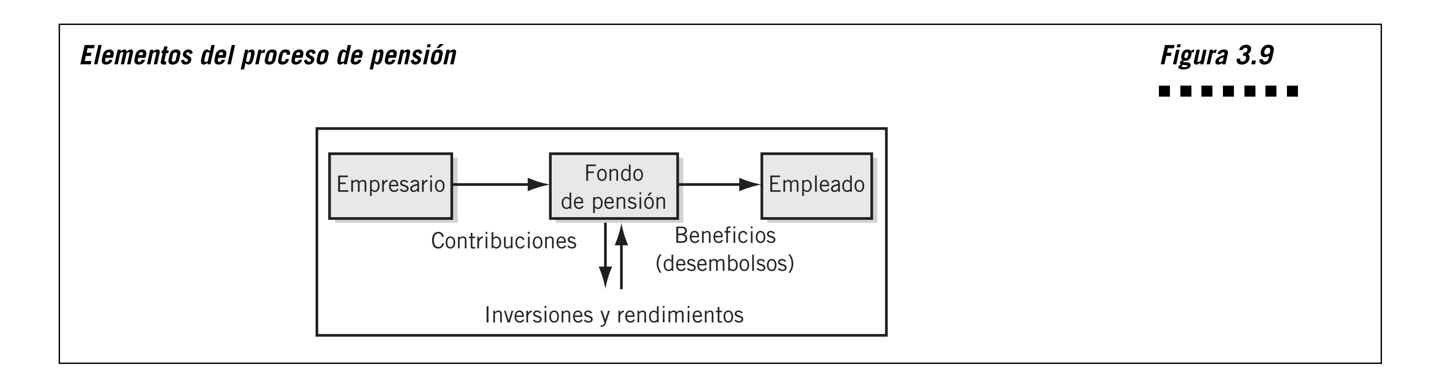
Beneficios de pensión

La contabilidad de las pensiones requiere el entendimiento de los aspectos económicos en que se sustentan las operaciones y los resultados de las pensiones. En consecuencia, primero se examinan la naturaleza de las operaciones y los resultados de las pensiones, antes de hablar de los requerimientos de la contabilidad de las pensiones.

Naturaleza de las obligaciones de pensión

Los compromisos de pensión de las compañías se formalizan por medio de planes de pensión. Un **plan de pensión** es un acuerdo del empresario para proporcionarle beneficios de pensión al empleado, e incluye tres entidades: el empresario, que contribuye al plan; el empleado, que obtiene los beneficios; y el fondo de pensión. El **fondo de pensión** es independiente del empresario y lo administran los *fiduciarios*. El fondo de pensión recibe contribuciones, las invierte en una forma apropiada y distribuye los beneficios de pensión entre los empleados. En la figura 3.9 se presenta un diagrama de este proceso del plan de pensión.

Elementos del proceso de pensión — **Figura 3.9**



Los planes de pensión especifican con precisión los beneficios y los derechos, así como las responsabilidades del empresario y del empleado. Los planes de pensión se pueden dividir en dos categorías básicas. Los **planes de beneficios definidos** especifican la cantidad de *beneficios* de pensión que el empresario promete proporcionarles a los jubilados. Conforme a los planes de beneficios definidos, el *empresario* corre el riesgo del desempeño del fondo de pensión. Los planes de **contribución definida** especifican la cantidad de *contribuciones* de pensión que hace el empresario al plan de pensión. En este caso, la cantidad real de los beneficios de pensión para los jubilados depende del desempeño del fondo de pensión. Conforme a los planes de contribución definida, el *empleado* corre el riesgo del desempeño del fondo de pensión.

En ambos planes, los beneficios por lo común se determinan mediante una fórmula vinculada con el salario del empleado. Los planes de contribución definida obligan al empresario a pagar *de inmediato* alguna porción fija de la compensación actual del empleado, mientras que los planes de beneficios definidos requieren que el empresario le pague periódicamente al empleado una suma predeterminada de dinero *después de la jubilación,* hasta el fallecimiento del empleado.

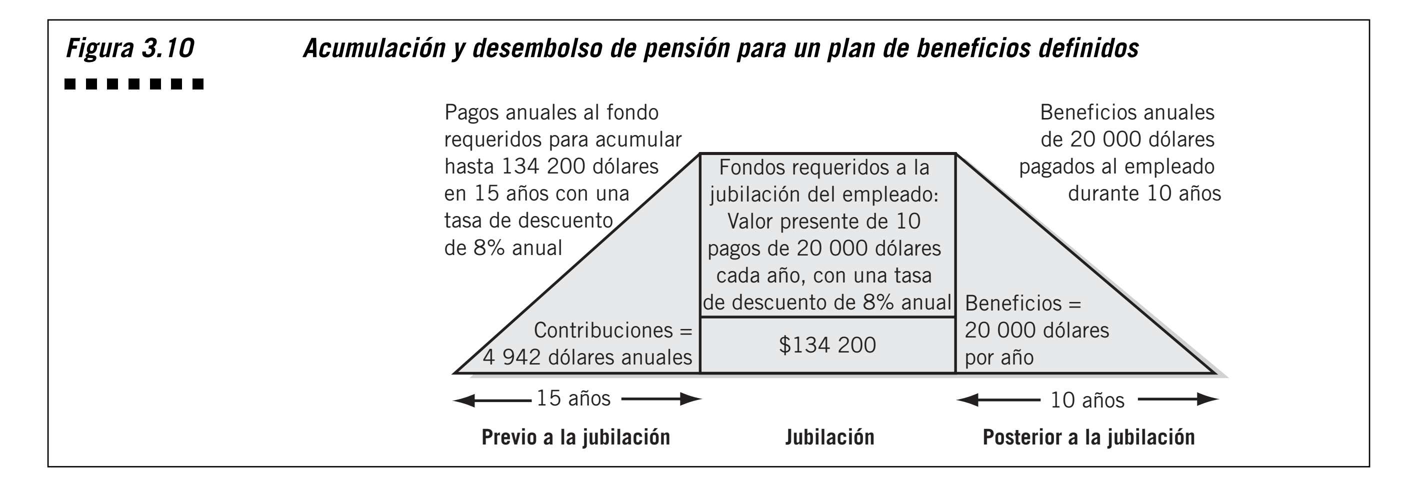
DESPUÉS DEL JUEGO
Los jugadores de beisbol de las ligas mayores sólo necesitan jugar un trimestre de una temporada para recibir algo de pensión. Una pensión de las ligas mayores de beisbol con derechos completamente adquiridos es superior a 125 000 dólares al año.

Los pagos de pensión también se ven afectados por las provisiones de adquisición de derechos. La **adquisición de derechos** es el derecho de un empleado a los beneficios de jubilación sin importar si el empleado sigue o no con la compañía. Este derecho por lo común se confiere después de que el empleado ha prestado servicios con el empresario durante cierto periodo mínimo especificado.

Una vez que se determina la obligación de la pensión, el **fondeo** del gasto se convierte en una decisión administrativa en el caso de los planes de beneficios definidos que es afectada por consideraciones legales y fiscales. La ley impositiva especifica requerimientos mínimos de fondeo para garantizar la seguridad de los beneficios de los empleados. También hay limitaciones de deducción de impuestos para los planes de pensión demasiado fondeados. De igual manera, existen requerimientos mínimos de fondeo conforme a la Ley de Seguridad del Ingreso por Jubilación para los Empleados (ERISA, Employee Retirement Income Security Act). Una compañía tiene la opción de fondear el plan de manera exacta (proporcionándole al fiduciario activos iguales a la obligación de pensión), o puede fondear el plan con una cantidad mayor o menor de lo requerido.

[2] La contabilidad de planes de contribución definidos, y el análisis de éstos, son sencillos. Es decir, la contribución periódica del empresario se reconoce como un gasto en el periodo en que vence. No hay ningún otro pasivo de tono grave.

Figura 3.10 ***Acumulación y desembolso de pensión para un plan de beneficios definidos***



La atención se centra en los planes de beneficios definidos debido al reto que plantean para el análisis de los estados financieros.[2] La figura 3.10 presenta la línea de tiempo para un plan de pensión definido simple. Este caso implica a un solo empleado que espera jubilarse dentro de 15 años y a quien le pagan una pensión fija anual de 20 000 dólares durante 10 años después de su jubilación. Se supone que la tasa de descuento (interés) es 8% anual. También se supone que el empresario fondea exactamente el plan. Aun cuando es una simplificación, esta figura refleja los aspectos económicos implícitos en los fondos de beneficios definidos. Estos planes entrañan inversiones actuales del empresario para los futuros pagos de beneficios al empleado. Los retos para la contabilidad son estimar la obligación del plan de pensión del empresario y determinar el gasto de pensión (costo) para el periodo, que es diferente del fondeo (las contribuciones reales hechas) del empresario. Para este propósito, los contadores se basan en suposiciones hechas por especialistas conocidos como actuarios.

Requerimientos de la contabilidad de pensiones

La estructura de la contabilidad de pensiones se especifica en las *SFAS 87* (nota, las *SFAS 132* alteran los requerimientos de revelación de pensiones, pero dejan la estructura intacta). El punto central de las *SFAS 87* es obtener una medida estable y permanente del gasto de pensión. Por consiguiente, este estándar ajusta el gasto de pensión declarado al demorar el reconocimiento de los efectos económicos. (En el apéndice 3B se proporciona un ejemplo detallado de la contabilidad para pensiones, incluido el proceso de nivelación.) Este ajuste logra su propósito de reducir la volatilidad en el gasto de pensión declarado (y en el ingreso manifestado). Sin embargo, el ajuste es capaz de distorsionar el análisis de la realidad económica implícita de las pensiones, en particular en lo referente al balance.

Costo de pensión registrado. Las obligaciones de pensión (y el activo) a menudo son una parte importante del pasivo (y el activo) de una compañía. Debido a que son el valor presente de los pagos esperados a los jubilados, la cantidad de las obligaciones de pensión asentada en el balance es sensible a los cambios en las suposiciones actuariales (inflación esperada de salarios y la tasa de descuento) y a las reglas del plan (la cantidad de beneficios pagados a los jubilados). El valor de los activos del plan, a su vez, está sujeto a las fluctuaciones del mercado. Recuerde la ecuación contable, Activo = Pasivo + Capital. A medida que fluctúan el activo y el pasivo, también fluctúa el capital, y esos cambios en el capital por lo común implican fluctuaciones en el ingreso (ganancias retenidas). Debido a que las fluctuaciones del activo y el pasivo relacionadas con las pensiones a menudo son grandes, las fluctuaciones resultantes en el ingreso podrían ser muy grandes. Esta volatilidad potencial del ingreso era una de las preocupaciones de las compañías y, como resultado, cabildearon para que el Consejo de Normas de Contabilidad Financiera (FASB, Financial Accounting Standards Board) considerara algunas medidas para nivelar esos efectos.

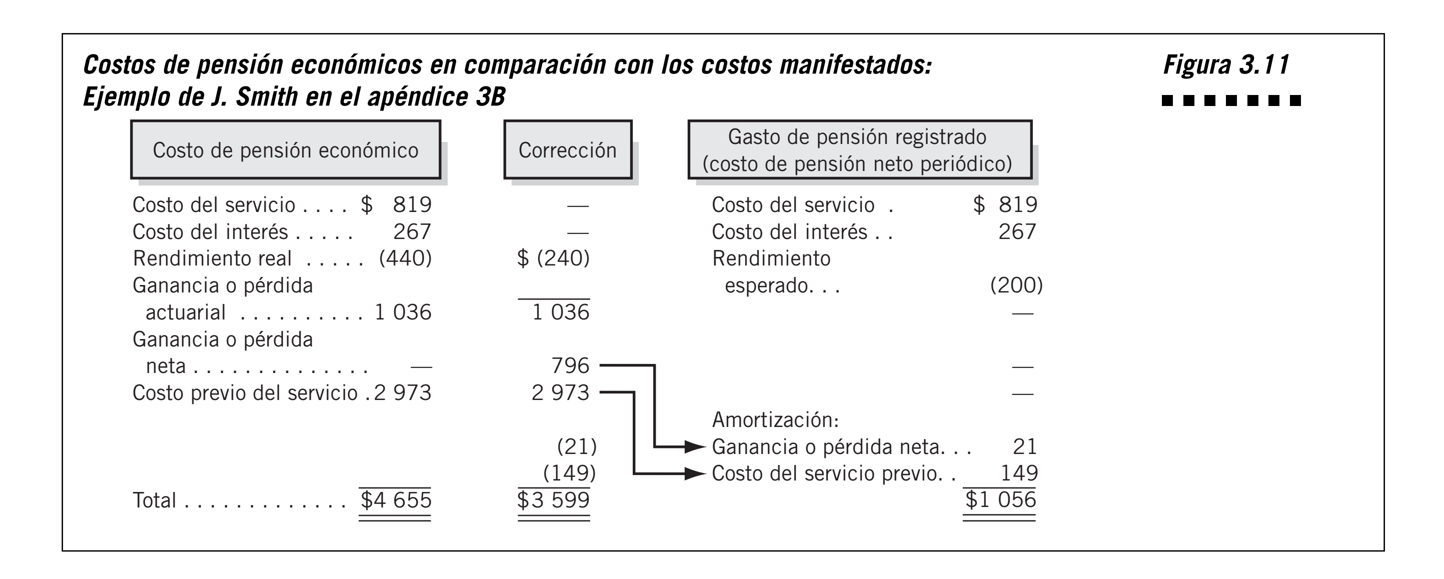
El estándar contable final relacionado con las pensiones prescribió un proceso de nivelación para tratar con las preocupaciones planteadas por las compañías. Este proceso de ajuste implica

diferir (no reconocer) cierto ingreso y gasto económicos y después amortizarlos a lo largo del periodo de servicio esperado del empleado. El resultado es que ciertos ingresos y gastos esperados relacionados con la pensión no se reconocen en el estado de resultados, y que cierto activo y cierto pasivo relacionados con la pensión no se reconocen en el balance. Esta acción elimina la volatilidad tanto del estado de resultados como del balance, el principal objetivo del estándar contable de la pensión. Antes de explicar estos detalles, es útil comprender el proceso total de la nivelación.

Para ilustrar esos efectos de nivelación, la figura 3.11 compara el costo económico de la pensión (determinado basándose en las fluctuaciones reales del activo y el pasivo de la pensión) con la cantidad que se registra en el estado de resultados de la compañía (gasto periódico neto de la pensión). (Estos datos se relacionan con el ejemplo detallado de la pensión que se proporciona en el apéndice 3B, pero se pueden leer sin referencia a los detalles de ese ejemplo.) El rendimiento real sobre los activos del plan se ha reemplazado con un *rendimiento esperado.* Además, la ganancia o la pérdida actuarial (resultado de los cambios en las suposiciones utilizadas para calcular el pasivo de la pensión) no se reconoce en el ingreso actual. En vez de ello, se difiere y sólo se reconoce una porción (por medio de una amortización) únicamente si la cantidad diferida se hace muy grande. Aun cuando el costo económico de la pensión en este ejemplo es igual a 4 655 dólares, el costo manifestado de la pensión sólo es de 1 056, debido a que el gasto de 3 599 relacionado con la pensión se ha eliminado de la declaración actual.

Figura 3.11

Costos de pensión económicos en comparación con los costos manifestados: Ejemplo de J. Smith en el apéndice 3B



Costo de pensión económico		Corrección	Gasto de pensión registrado (costo de pensión neto periódico)	
Costo del servicio	$ 819	—	Costo del servicio	$ 819
Costo del interés	267	—	Costo del interés	267
Rendimiento real	(440)	$ (240)	Rendimiento esperado	(200)
Ganancia o pérdida actuarial	1 036	1 036		—
Ganancia o pérdida neta	—	796		—
Costo previo del servicio	2 973	2 973		—
			Amortización:	
		(21)	Ganancia o pérdida neta	21
		(149)	Costo del servicio previo	149
Total	$4 655	$3 599		$1 056

A continuación se revisa cada aplazamiento y amortización:

- **Rendimiento esperado sobre los activos del plan.** Aunque los mercados de capital son volátiles a corto plazo, los rendimientos a largo plazo son más predecibles. Puesto que los planes de pensión invierten a largo plazo, sólo se utiliza el rendimiento esperado (en vez del real) sobre los activos del plan en el cálculo del gasto de pensión. La utilización del rendimiento real haría que las ganancias fueran más volátiles. Por consiguiente, las ganancias o las pérdidas de la diferencia entre los rendimientos esperados y reales se difieren y se amortizan para reducir esta volatilidad. Como se explica a continuación (en el apartado amortización de ganancias o pérdidas netas no reconocidas), cuando las ganancias o las pérdidas diferidas sobre los activos del plan se vuelven grandes, se amortizan a lo largo de un periodo apropiado y se incluyen en costo de pensión declarado. El rendimiento esperado sobre los activos del plan se calcula multiplicando la tasa de rendimiento a largo plazo esperada sobre los activos del plan por el valor relacionado con el mercado de los activos del plan a principios del periodo. El fiduciario de la pensión estima la tasa de rendimiento a largo plazo sobre los activos del plan.

- La **postergación y la amortización de las ganancias y pérdidas netas** resultan del reconocimiento demorado de las desviaciones con respecto a las expectativas tanto para las obligaciones de pensión como para los activos de la pensión. Las ganancias y pérdidas netas consisten en 1) la diferencia entre el rendimiento real y el rendimiento esperado sobre los activos del plan, y 2) las ganancias y pérdidas actuariales. La contabilidad de las pensiones especifica tanto un valor mínimo como un método sistemático de amortización de las ganancias y pérdidas netas no reconocidas. Un enfoque de *corredor* protege a las ganancias y pérdidas no reconocidas que caen dentro de un corredor de amortización requerida. Este corredor es la cantidad más grande entre 10% del valor de los activos del plan y 10% de la obligación de pensión (PBO, *projected benefit obligation*, obligación proyectada de la prestación) a principios del año. Esto significa que sólo el *exceso* de ganancias y pérdidas no reconocidas mayor de 10% de los activos del plan o de la PBO, lo que sea más grande, se amortiza a lo largo del periodo de servicio de los empleados que participan en el plan. El corredor de 10% se aplica cada año sobre la postergación acumulativa neta (es decir, postergación acumulativa menos amortización acumulativa).
- La **postergación y la amortización del costo previo del servicio** demoran el reconocimiento de los efectos del costo previo de servicio (los beneficios retroactivos que se otorgan a los empleados) sobre el costo de pensión manifestado. La contabilidad de pensiones no requiere un reconocimiento inmediato de los costos de los beneficios retroactivos otorgados. Sin embargo, estos costos sí incrementan la PBO y se reconocen como gasto durante el periodo de empleo restante de los empleados existentes en el plan. El reconocimiento diferido permite que esos costos de los beneficios retroactivos se midan con los futuros beneficios económicos que se espera lograr del otorgamiento. La amortización se basa en el futuro periodo de servicio de los empleados y se aplica sobre una base en línea recta.

Estado manifestado en el balance. En correspondencia con la postergación de ciertos costos relacionados con la pensión existe el requerimiento de que ciertos activos y pasivos de pensión no se reconozcan en el balance. En vez de ello, sólo se expresan en las notas al pie de página. Además, el activo y el pasivo de pensión reconocidos se netean (compensan) y sólo se reconoce la **posición neta** como un activo neto (con fondos en exceso) o un pasivo neto (con fondos insuficientes). Por consiguiente, el balance es engañoso acerca del estado económico real del plan de pensión.

La figura 3.12 ilustra la posición neta reportada para el ejemplo de J. Smith en el apéndice 3B (*no* se requiere una lectura del ejemplo en el apéndice para comprender la discusión del estado fondeado). El estado *registrado* en el balance (al que se hace referencia como costo de pensión prepagado) es de fondos insuficientes por 2 680 dólares. Esto es mucho más bajo que el estado fondeado real, que es de fondos insuficientes por 6 279 dólares. La diferencia surge debido a las cantidades no reconocidas, 775 dólares de ganancia o pérdida netas (796 dólares diferidos menos 149 dólares amortizados). El estado informado en el balance se puede considerar como el gasto de pensión acumulativo neto registrado de contribuciones acumulativas. Por esta razón, el pasivo

Figura 3.12 ***Estado manifestado del fondo de pensión en el balance: ejemplo de J. Smith en el apéndice 3B***

Obligación de beneficios proyectada	$(8 919)
Activos del plan	2 640
Estado fondeado	(6 279)
Activo de transición no reconocido	0
Ganancia o pérdida neta no reconocidas	775
Costo del servicio previo no reconocido	2 824
Estado manifestado (costo de pensión acumulado)	$(2 680)

(o activo) declarado en el balance se conoce como **costo de pensión acumulado (o prepagado)**.

La contabilidad de pensiones requiere el reconocimiento de un pasivo de pensión adicional cuando el plan de pensión tiene un exceso de fondos insuficientes. Este pasivo se conoce como **pasivo de pensión mínimo**. El pasivo adicional se asienta en el balance como un pasivo y el componente otros ingresos integrales (OCI, *other comprehensive income*) del capital por lo común se reduce en una cantidad igual (es posible crear un activo intangible en ciertas circunstancias, en vez de hacer una reducción en el capital; véase el ejemplo de la pensión en el apéndice 3B).

Otros beneficios laborales postjubilación (OPEB)

Los beneficios posteriores a la jubilación distintas de las pensiones (a las cuales se hace referencia como **otros beneficios postjubilación**, u OPEB, *other postretirement employee benefits*) son beneficios que les proporcionan los empresarios a los empleados jubilados y a sus dependientes designados. Algunos ejemplos son seguro de vida, cuidado de la salud, ayuda para la vivienda, y servicios legales y de impuestos. La contabilidad del activo y el pasivo de las OPEB es similar a la de las pensiones, y en el apéndice 3B se proporciona una exposición más amplia.

Aun cuando estas otras obligaciones posteriores a la jubilación plantean retos contables similares a los de las pensiones, hay algunas diferencias importantes. Una de ellas es el fondeo. Debido a que no existen requerimientos legales para esos beneficios posteriores a la jubilación (en contraste con los requerimientos de ERISA para las pensiones) y debido a que su fondeo no es deducible de impuestos (a diferencia de las contribuciones para la pensión), muy pocas compañías fondean esas obligaciones posteriores a la jubilación. Esto resulta en un pasivo considerable no fondeado. Aunque las compañías a menudo respaldan ese pasivo con activo en sus balances, los fiduciarios independientes no tienen ningún control sobre el activo. Otra diferencia importante es que esos otros beneficios posteriores a la jubilación a menudo son en forma de *servicios* prometidos, como beneficios para el cuidado de la salud, en vez de una compensación monetaria. Por consiguiente, el estimado de esas obligaciones de beneficios es particularmente difícil y requiere una serie diferente de suposiciones actuariales, incluidas las tendencias en el costo y la utilización del cuidado de la salud y las políticas de Medicare. El estimado de los costos de las OPEB también debe considerar la participación del empleado (costos compartidos) y la máxima elegibilidad (límite superior - caps).

GANANCIA PARA LA SALUD

La tecnología afecta las suposiciones acerca de los beneficios posteriores a la jubilación. Por ejemplo, la expectativa de vida en el mundo occidental aumentó de 45 años en 1900 a más de 75 años en el 2000.

Informe de beneficios postjubilación

Los requerimientos en cuanto a declaración para los beneficios posteriores a la jubilación (pensiones y OPEB) se especifican en la *SFAS 132*, que prescribe formularios de revelación similares tanto para los beneficios de las OPEB como para las de las pensiones. Aunque las compañías muy rara vez comunican por separado el costo actual o acumulado de los beneficios (pensión u OPEB) en los estados financieros, la norma ordena una extensa nota de revelación. Ésta incluye detalles acerca de las cantidades tanto económicas como manifestadas relacionadas con pasivo, activo y costos de beneficios posteriores a la jubilación –por separado tanto para las OPEB como para las pensiones. Las notas también deben proporcionar detalles acerca de las suposiciones actuariales para ambas y, en el caso de las OPEB, el efecto de los cambios en esas suposiciones tanto en el estado de resultados como en el balance–.

La figura 3.13 reproduce extractos de la nota para pensiones y otros beneficios postjubilación del informe anual para 2004 de la compañía 3M. Esta empresa declara los detalles tanto para las pensiones como para las OPEB en formularios idénticos. La nota se compone de tres partes principales: 1) una explicación de la posición manifestada en el balance; 2) detalles de los costos periódicos netos de los beneficios; y 3) información concerniente a las suposiciones actuariales y otras. Se debe reconocer que aun cuando se declara una sola serie de cifras para los planes de pensión y de OPEB, en realidad esas cifras son una colección de muchos planes diferentes. Para explicar la posición manifestada en el balance (costo acumulado de la prestación), 3M declara el estado fondeado (no la posición económica) y después muestra los ajustes necesarios en forma de

Figura 3.13 *Nota al pie de beneficios posteriores a la jubilación: 3M Company*

3M tiene varios planes de jubilación patrocinados por la compañía que cubren a la mayor parte de los empleados en Estados Unidos y a muchos empleados fuera de Estados Unidos. Los beneficios de pensión relacionados con estos planes por lo general se basan en los años de servicio de cada participante, la compensación, la edad en el momento de la jubilación o la terminación. Además de proporcionar beneficios de pensión, la compañía proporciona ciertos beneficios posteriores a la jubilación, como cuidado de la salud y seguro de vida, casi a todos sus empleados en Estados Unidos que llegan a la edad de la jubilación mientras están empleados por la compañía. A continuación se presenta una reconciliación de los saldos inicial y final de la obligación de beneficios y el valor justo de los activos del plan en las fechas de medición del plan:

	BENEFICIOS DE PENSIÓN CALIFICADAS Y NO CALIFICADAS				**BENEFICIOS POSTERIORES A LA JUBILACIÓN**	
	ESTADOS UNIDOS		**INTERNACIONALES**			
(Millones)	**2004**	**2003**	**2004**	**2003**	**2004**	**2003**
Reconciliación de la obligación de prestación proyectada						
Saldo inicial	$8 270	$ 7 221	$3 350	$2 872	$1 712	$1 453
Costo del servicio	164	148	101	100	52	47
Costo del interés	483	474	166	145	100	96
Contribuciones del participante	—	—	10	9	34	22
Cambios en el tipo de cambio de divisas	—	—	273	404	5	7
Modificaciones al plan	3	5	(16)	(91)	—	(102)
Ganancia (pérdida) actuarial	618	889	187	6	74	329
Pagos de beneficios	(613)	(491)	(118)	(96)	(185)	(140)
Conciliaciones, restricciones, beneficios especiales de terminación	24	24	(57)	1	—	—
Saldo final	$8 949	$ 8 270	$3 896	$3 350	$1 792	$1 712
Reconciliación de los activos del plan a su valor justo						
Saldo inicial	$7 094	$ 5 913	$2 731	$2 070	$ 877	$ 626
Rendimiento real sobre los activos del plan	1 616	1 050	230	283	209	159
Contribuciones de la compañía	325	622	271	127	198	210
Contribuciones del participante	—	—	11	9	34	22
Cambios en el tipo de cambio de divisas	—	—	237	337	—	—
Pagos de beneficios	(613)	(491)	(118)	(96)	(185)	(140)
Conciliaciones, restricciones, beneficios especiales de terminación	—	—	(57)	1	—	—
Saldo final	$8 422	$ 7 094	$3 305	$2 731	$1 133	$ 877
Estado fondeado de los planes						
Activos del plan a su valor justo menos obligación de beneficios	$ (527)	$(1 176)	$ (591)	$ (619)	$ (659)	$ (835)
Transición no reconocida (activo) de la obligación	—	—	11	6	—	—
Costo previo no reconocido del servicio (prestación)	89	100	(83)	(69)	(193)	(233)
Pérdida (ganancia) actuarial neta no reconocida	2 121	2 648	1 023	857	919	1 051
Ajuste para el cuarto trimestre	—	(1)	—	—	—	30
Cantidad neta reconocida	$1 683	$ 1 571	$ 360	$ 175	$ 67	$ 13
Cantidades reconocidas en el balance consolidado al 31 de diciembre						
Costo prepagado de la prestación	$1 851	$ —	$ 559	$ 458	$ 143	$ 53
Pasivos acumulados	(309)	(615)	(388)	(436)	(76)	(40)
Activos intangibles	6	100	32	22	—	—
Otro ingreso integral (other comprehensive income) acumulado, antes de impuestos	135	2 086	157	131	—	—
Cantidad neta reconocida	$1 683	$ 1 571	$ 360	$ 175	$ 67	$ 13

(*continúa*)

Nota al pie de beneficios posteriores a la jubilación: 3M Company (*conclusión*)

	BENEFICIOS DE PENSIÓN CALIFICADAS Y NO CALIFICADAS				POSTERIORES BENEFICIOS A LA JUBILACIÓN	
	ESTADOS UNIDOS		INTERNACIONALES			
(Millones)	**2004**	**2003**	**2004**	**2003**	**2004**	**2003**
A continuación aparecen los componentes del costo neto periódico de los beneficios y otra información suplementaria para el ejercicio fiscal que terminó el 31 de diciembre:						
Información del plan de beneficios						
Costo del servicio	$ 164	$ 148	$ 101	$ 100	$ 52	$47
Costo del servicio	$ 164	$ 148	$ 101	$ 100	$ 52	$47
Costo del interés	483	474	166	145	100	96
Rendimiento esperado sobre los activos del plan	(627)	(621)	(202)	(179)	(87)	(78)
Amortización de la obligación de transición (activo)	—	—	5	3	—	—
Amortización del costo previo del servicio (prestación)	14	14	(2)	2	(39)	(32)
Ganancia (pérdida) actuarial neta reconocida	159	30	43	28	84	55
Costo neto periódico de la prestación	$ 193	$ 45	$ 111	$ 99	$ 110	$ 88
Conciliaciones, restricciones, beneficios especiales de terminación	21	24	—	—	—	—
Costo neto periódico de la prestación después de conciliaciones, restricciones, beneficios especiales de terminación	$ 214	$ 69	$ 111	$ 99	$ 110	$ 88
Suposiciones del promedio ponderado utilizado para determinar las obligaciones de beneficios						
Tasa de descuento	5.75%	6.00%	4.88%	4.95%	5.75%	6.00%
Incremento en la tasa de compensación	4.30%	4.30%	3.55%	3.46%	4.30%	4.30%
Suposiciones del promedio ponderado utilizado para determinar el costo neto para los ejercicios fiscales que terminaron						
Tasa de descuento	6.00%	6.75%	4.95%	4.78%	6.00%	6.75%
Rendimiento esperado sobre los activos	9.00%	9.00%	7.09%	7.27%	9.39%	9.42%
Incremento en la tasa de compensación	4.30%	4.60%	3.46%	3.58%	4.30%	4.60%

Tasas supuestas de la tendencia en el cuidado de la salud	**2004**	**2003**
Tasa de la tendencia del costo del cuidado de la salud supuesta para el próximo año	10.00%	10.00%
Tasa a la que se supone que la tasa de la tendencia del costo va a disminuir (tasa final de la tendencia)	5.00%	5.00%
Año en que la tasa alcanza la tendencia final	2009	2008

Las tasas supuestas en la tendencia del cuidado de la salud tienen un efecto importante sobre las cantidades manifestadas para los planes del cuidado de la salud. Un cambio de un punto porcentual en las tasas supuestas de la tendencia del costo del cuidado de la salud tendría los siguientes efectos:

Costo del cuidado de la salud (millones)	**Incremento de un punto porcentual**	**Disminución de un punto porcentual**
Efecto sobre el costo total del servicio y el interés	$ 21	$ (18)
Efecto sobre la obligación de beneficios postjubilación	201	(169)

activo y pasivo no reconocidos para llegar a la posición neta expresada en el balance. El estado fondeado de 3M en 2004 es (1 118) millones de dólares de fondos insuficientes (527 millones para sus planes en Estados Unidos más 591 millones para sus planes internacionales) para sus planes de pensión domésticos e internacionales y (659) millones de dólares de fondos insuficientes para sus planes de OPEB. Sin embargo, los planes de pensión se asientan en el balance como un *activo* neto de 2 043 millones de dólares (1 683 millones para los planes de Estados Unidos y 360 millones para los planes internacionales), costo de pensión prepagado, y se declara en otros activos. Esto se debe a que los 3 161 millones de obligaciones de pensión que contribuyen a la posición de fondos insuficientes se difieren y no se reconocen en el balance en ese momento. Los planes de las OPEB se declaran como un activo neto de 67 millones después de diferir 726 millones de pasivo de las OPEB.

Los estados fondeados inicial y final se reconcilian mediante una explicación de los cambios tanto en la obligación como en los activos del plan. El cambio en la obligación de beneficios se explica por los costos recurrentes y no recurrentes menos los beneficios pagados. En 2004, los costos brutos de los beneficios de 3M (costo del servicio, costo de interés, ganancia o pérdida actuarial y otros) sumaron un total de 1 940 millones de dólares (317 millones + 749 millones + 879 millones - 5 millones) para los planes tanto de pensión como de OPEB, aunque la compañía pagó beneficios de pensión por 916 millones de dólares (613 millones + 118 millones + 185 millones).

El cambio en los activos del plan se incrementa como resultado de las contribuciones y los rendimientos positivos sobre las inversiones del plan y disminuye con los beneficios pagados. En 2004, 3M contribuyó con 794 millones de dólares (325 millones + 271 millones + 198 millones) a sus planes de pensión y de OPEB, las inversiones del plan obtuvieron un rendimiento positivo de 2 055 millones de dólares (1 616 millones + 230 millones + 209 millones) y la compañía pagó beneficios de 916 millones de dólares (613 millones + 118 millones + 185 millones).

También 3M explica la forma en que se calcula el costo neto periódico (declarado) de los beneficios tanto para pensiones como para OPEB. Los costos de pensión (y de OPEB) manifestados incluyen costos recurrentes (costo de servicio y costo de interés), menos el rendimiento *esperado* sobre las inversiones del plan. En 2004, el costo de servicio y el costo de interés para los planes de pensión y de OPEB de 3M son 1 066 millones de dólares (914 millones para planes de pensión y 152 millones para OPEB), mientras que el rendimiento esperado sobre los activos de pensión es 916 millones (627 millones + 202 millones + 87 millones). Las partidas no recurrentes se difieren y se reconocen mediante una amortización. El gasto (ganancia) de amortización neto para los planes de pensión y de OPEB es de 264 millones de dólares (219 millones + 45 millones) en 2004.

La última parte de la nota proporciona detalles acerca de las suposiciones actuariales utilizadas en el cálculo tanto de las obligaciones de beneficios como de los gastos declarados. La tasa de descuento, la tasa de rendimiento sobre los activos del plan y la tasa anual de incremento en la compensación son algunas de esas suposiciones. 3M redujo su tasa de descuento en 2004, de 6.00% a 5.75% en sus planes domésticos de pensión y de OPEB para reflejar la disminución en las tasas de interés. Las tasas de crecimiento del rendimiento sobre activos y de compensación van de sin cambios a un poco más bajas a 9% (9.4%) y 4.3% (4.3%) para los planes domésticos de pensión y de OPEB. La nota también expresa suposiciones concernientes a las tasas de crecimiento en los costos del cuidado de la salud y a la sensibilidad tanto del gasto como de las obligaciones de beneficios a los cambios en las suposiciones acerca del costo del cuidado de la salud.

Análisis de los beneficios postjubilación

El análisis de las revelaciones de beneficios posteriores a la jubilación es una tarea importante, tanto debido a la magnitud de esas obligaciones como debido a las distorsiones introducidas por las reglas contables. Aquí se proporciona un procedimiento de tres pasos para analizar los beneficios posteriores a la jubilación: 1) determinar y reconciliar el costo económico y declarado de los beneficios y las obligaciones (o activos); 2) hacer los ajustes necesarios a los estados financieros,

en especial al balance; y 3) evaluar las suposiciones actuariales y sus efectos sobre los estados financieros.

Reconciliación de cifras económicas y reportadas

La figura 3.14 explica una reconciliación por separado entre los costos económicos y los declarados para las pensiones y las OPEB domésticas e internacionales y en total. El costo económico de la pensión para 3M es de (80) millones de dólares (ingreso relacionado con la pensión, no gasto). Compárese esta cifra con el costo (gasto) de pensión manifestado de 325 millones de dólares. La diferencia se debe principalmente a las postergaciones de las ganancias no realizadas sobre las inversiones de pensión y los costos relacionados con los incrementos en las obligaciones del plan de pensiones, debidos a los cambios en las suposiciones actuariales, principalmente la tasa de interés utilizada para descontar los pagos proyectados. Por ejemplo, el plan de pensión de 3M obtuvo un rendimiento positivo de 1 846 millones de dólares sobre sus inversiones durante el año, pero

Costos económicos y registrados posteriores a la jubilación: 3M ***Figura 3.14***

	TOTAL			PLANES PARA EUA			PLANES INTERNACIONALES		
	Económico	Diferido (neto)	Manifestado	Económico	Diferido (neto)	Manifestado	Económico	Diferido (neto)	Manifestado
Gasto de pensión									
Costo del servicio	$ 265	—	$ 265	$ 164	—	$ 164	$ 101	—	$ 101
Costo del interés	649	—	649	483	—	483	166	—	166
Pérdidas (ganancias) en inversiones	(1 846)	$ 1 017	(829)	(1 616)	$ 989	(627)	(230)	$ 28	(202)
Pérdidas (ganancias) actuariales	805	(603)	202	618	(459)	159	187	(144)	43
Otros	47	(9)	38	27	8	35	20	(17)	3
Total	$ (80)	$ 405	$ 325	$ (324)	$ 538	$ 214	$ 244	$(133)	$111
OPEB									
Costo del servicio	$ 52	—	$ 52						
Costo del interés	100	—	100						
Pérdidas (ganancias) en inversiones	(209)	$ 122	(87)						
Pérdidas (ganancias) actuariales	74	10	84						
Otros	5	(44)	(39)						
Total	$ 22	$ 88	$ 110						
Total									
Costo del servicio	$ 317	—	$ 317						
Costo del interés	749	—	749						
Pérdidas (ganancias) en inversiones	(2 055)	$1 139	(916)						
Pérdidas (ganancias) actuariales	879	(593)	286						
Otros	52	(53)	(1)						
Total	$ (58)	$ 493	$ 435						

declaró un rendimiento esperado de sólo 829 millones como reducción del costo de pensiones. Esto se debe a que 1 017 millones de la ganancia se difirieron y no se reconocerán en los estados financieros a menos que las ganancias (pérdidas) acumuladas de todas las fuentes (rendimientos sobre los activos del plan y efectos de los cambios en las suposiciones actuariales) excedan el nivel de umbral requerido para el reconocimiento conforme a GAAP (10% mayor entre los activos del plan a principios de año y de las obligaciones del plan de pensiones). En ese caso, la ganancia (pérdida) acumulativa no percibida se reconocerá en el balance y en el estado de resultados a lo largo del tiempo.

La diferencia entre los costos económicos y los declarados para las OPEB es de 88 millones. Esto se relaciona con la postergación de las ganancias sobre los activos de las OPEB y las pérdidas actuariales, similar a las postergaciones en los planes de pensión, menos la amortización de los costos previos de servicio. En total, los costos económicos para todas los demás beneficios posteriores a la jubilación de 3M ascienden a 22 millones de dólares, en comparación con la cifra declarada de 110 millones.

La figura 3.15 compara la posición económica neta (estado fondeado) con la cantidad del costo reportado en el balance. La cantidad manifestada de la obligación de pensión de 3M en el balance subestima considerablemente la verdadera obligación. En 2004, 3M declara un *activo* neto, relacionado con los planes de pensión y de OPEB, de 2 110 millones de dólares, cuando en realidad, los planes de pensión de 3M tienen fondos insuficientes por la cantidad de 1 777 millones. Esto quiere decir que el balance de 3M en 2004 declara un total de pensión neto y activos netos de las OPEB por 2 100 millones en comparación con el pasivo económico neto de 1 777 millones. Por consiguiente, en total, 3 887 millones de pasivo neto no están reconocidos (principalmente 4 063 millones de pérdida no reconocida); de esta manera, se subestima el verdadero pasivo de 3M.

Figura 3.15 ***Beneficios económicos y registrados posteriores a la jubilación: 3M***

	PENSIÓN			
	EUA	**Internacional**	**OPEB**	**Total**
Obligaciones de beneficios	$8 949	$3 896	$1 792	$14 637
Activos del plan	8 422	3 305	1 133	12 860
Estado fondeado	(527)	(591)	(659)	(1 777)
Pérdida neta no reconocida	2 121	1 023	919	4 063
Costo previo al servicio no reconocido	89	(83)	(193)	(187)
Activos de transición no reconocidos		11	0	11
Activo (pasivo) neto reconocido	$1 683	$ 360	$ 67	$ 2 110

Ajuste del estado de resultados y del balance general

La figura 3.16 explica los ajustes para el estado de resultados y el balance de 3M a partir del análisis de las revelaciones de pensión y de OPEB de esta compañía. La utilización de costos económicos de beneficios en vez de los costos registrados resulta en un utilidad neta que es 324 millones más elevado. Este incremento de 12% en el ingreso es causado por una disminución de 493 millones en los gastos de operación compensado por un incremento en los impuestos diferidos de 169 millones (utilizando la tasa de impuestos efectiva de 3M de 34.3%).

Los efectos en el balance son todavía más pronunciados. El empleo de la posición económica neta (estado fondeado, un pasivo) en vez de la posición declarada (costo de beneficios acumulado, un activo) origina un incremento en el pasivo no circulante de 3 887 millones de dólares (1 777 millones + 2 110 millones) en 2004. De igual manera, el capital disminuye 3 887 millones, o sea 37%.

Reconciliación de cambios económicos y registrados: 3M ***Figura 3.16***

	Manifestados	Económicos	Diferencia
Estado de resultados			
Ventas	$20 011	$20 011	$ 0
Gastos de operación	15 433	14 940	(493)
Utilidad de operación	4 578	5 071	493
Interés	23	23	0
Utilidad antes de impuestos	4 555	5 048	493
Impuestos sobre la renta	1 565	1 734	169
Utilidad neta	$ 2 990	$ 3 314	324
Balance			
Activo			
Circulante	$ 8 720	$8 720	
No circulante	11 988	11 988	
Activo total	$20 708	$20 708	
Pasivos y capital			
Circulante	$ 6 071	$6 071	
No circulante	4 259	8 146	3 887
Capital de los accionistas	10 378	6 491	(3 887)
Pasivos y capital totales	$20 708	$20 708	
Razones			
Deuda total a capital	1.00	2.19	
Deuda de largo plazo a capital	0.41	1.25	
Return Rendimiento sobre el activo	14.4%	16.0%	
Rendimiento sobre el capital común	28.8%	51.1%	

Si se utiliza la posición económica neta (estado fondeado) en vez de la posición manifestada (costo de pensión prepagado) se inflaría la razón de deuda total a capital de 1.0 a 2.19 y la razón de deuda a largo plazo a capital de 0.41 a 1.25. La utilización de razones basadas en el aspecto económico incrementa el rendimiento de 3M sobre el capital final de 28.8% a 51.1%. Sin embargo, la diferencia en el rendimiento sobre los activos finales (14.4% a 16.0%) es menos considerable, lo que indica que la mayor parte del incremento en el rendimiento del capital (ROE) se origina como resultado del incremento en el apalancamiento financiero. La inferencia es que el análisis del estado económico (comparado con el estado manifestado) de los beneficios posteriores a la jubilación de 3M tiene un efecto considerable sobre la evaluación de la posición financiera y el desempeño totales de la compañía.

Hasta este punto, se han examinado los efectos de reflejar el estado económico de los beneficios posteriores a la jubilación en los estados financieros. Sin embargo, un analista debe concentrarse en por lo menos tres preguntas adicionales: ¿cuál es el costo de los beneficios posteriores a la jubilación que se debe cargar al ingreso? ¿Cuál es el pasivo que se debe reflejar en el balance y en qué formato? ¿Cuáles son los efectos de las suposiciones actuariales tanto sobre el estado de resultados como sobre el balance? En esta sección se responde a las dos primeras preguntas. La tercera pregunta se aborda en la siguiente sección.

A primera vista parece que el costo apropiado que se va a reflejar en el estado de resultados debe ser el costo económico del beneficio. Un análisis adicional sugiere que la respuesta no es tan obvia. Recuerde que el costo manifestado de los beneficios difiere del costo económico debido a que los efectos transitorios, como ganancias y pérdidas actuariales, costo previo del servicio y rendimiento anormal sobre los activos, se amortizan al costo manifestado mediante el proceso de ajuste. El propósito de ese ajuste es obtener un componente más estable o permanente del costo de los beneficios posteriores a la jubilación. Por esa razón, el costo apropiado de la prestación depende de los objetivos del análisis. Si el analista está tratando de medir el ingreso permanente (véanse los capítulos 2 y 6), entonces el costo registrado probablemente es una medida muy útil. De hecho, la medición del componente permanente del costo de los beneficios es una meta importante de los estándares contables en esta área. Sin embargo, si el objetivo del análisis es determinar el ingreso económico, entonces el analista debe considerar todos los elementos transitorios en el ingreso, lo que significa que la medida más útil del costo de los beneficios es el costo económico.

Un aspecto relacionado es si el costo de los beneficios es parte del ingreso de operación o del ingreso que no es de operación. Supuestamente, los beneficios posteriores a la jubilación son una parte integral de los paquetes de compensación de los empleados y se deben clasificar como de operación. Sin embargo, un mayor análisis revela que no todos los componentes de esos beneficios son partidas de operación. Ciertamente, el costo de servicio y sus componentes no recurrentes, como costo previo del servicio y cambios en las suposiciones actuariales (excepto cambios en la tasa de descuento), son partidas de operación. ¿Pero qué hay del costo de interés y del rendimiento sobre los activos del plan? Antes de clasificarlos como de operación o no de operación, se debe comprender por qué se incluyen en el costo de los beneficios. Se acepta que la obligación del plan de pensión que se espera surja en el futuro es mayor que la obligación de beneficios declarada (recuerde que la obligación de beneficios es el valor presente de un pago futuro esperado). ¿Conforme a qué suposición puede una obligación mayor dentro de muchos años estar representada por un valor presente menor? La respuesta es que se supone que la compañía reserva la obligación de beneficios actualmente declarada y la invierte a la tasa de descuento el número de años restantes hasta que los empleados se jubilen. Si la compañía reserva esta cantidad, incurre en un costo de oportunidad igual al interés que habría podido ganar sobre esa cantidad. Eso es el costo de interés. El rendimiento sobre los activos del plan (real o esperado) denota la cantidad que gana realmente la compañía (o que espera ganar) de sus inversiones. La cantidad en que el costo de interés exceda al (sea menor que el) rendimiento sobre los activos del plan representa un gasto que no es de operación (ingreso).

En cuanto a la segunda pregunta, se regresa al balance y se observa que el estado declarado (costo de beneficios acumulados) en el balance distorsiona la posición económica de los planes de beneficios. Recuérdese que el estado fondeado se determina utilizando la obligación de pensión, calculada con base en los salarios *esperados* de los empleados cuando se jubilen. Según el grado en que un analista se interese en la evaluación del valor de liquidación de los activos netos de una compañía, una medida mejor del pasivo es la obligación de pensión basada únicamente en los salarios actuales, debido a que ésta es la cantidad que se requiere pagar en la actualidad. Esta cantidad se conoce como obligación de beneficios acumulada o ABO (*accumulated benefit obligation*). Desafortunadamente, la *SFAS 132* suspende la declaración de la ABO. Esto quiere decir que un analista debe admitir que la obligación está sobrestimada cuando se determina un valor de liquidación y se deja para hacer ajustes subjetivos descendentes a esta obligación.

Un analista también debe evaluar si la preparación apropiada del balance es netear los activos del plan contra los pasivos del mismo, o la revelación separada de los activos y los pasivos del plan. Este asunto es algo más que una simple presentación. Por ejemplo, si los activos del plan no se netean contra los pasivos, las razones de 3M entre deuda total y capital y entre deuda de largo plazo y capital a finales de 2004 serían considerablemente mayores. La presentación apropiada depende de los aspectos económicos básicos de los planes de beneficios. De manera específica, es necesario concentrarse en tres preguntas: 1) ¿El fondo de la prestación está separado del empresario? 2) ¿Cuál es el verdadero endeudamiento del empresario? 3) ¿Cuál es la naturaleza de los activos del plan? Las respuestas a estas preguntas están interrelacionadas. Un fondo de benefi-

cios está separado del empresario cuando lo administran fiduciarios independientes. Aun cuando en última instancia el empresario es responsable de las obligaciones de beneficios, su endeudamiento se limita al grado en que los activos del plan son inadecuados para cubrir las obligaciones de beneficios. Esto se debe a que los activos del plan no están bajo el control del empresario; un empresario no puede utilizar esos activos para otros propósitos, a menos que el plan tenga un exceso exagerado de fondos. En consecuencia, la obligación del empresario es igual al grado de la insuficiencia de fondos (si la hay) de sus planes de beneficios, y no a la obligación total. Esto significa que la presentación apropiada del balance es el neteo de los activos del plan contra los activos.

Investigación del análisis

VALUACIÓN DE MERCADO DEL PASIVO Y LOS GASTOS DE PENSIÓN

Los métodos de análisis incluyen varios ajustes con objeto de que reflejen mejor la realidad económica de los planes de pensión. Por ejemplo, aquí se sugiere que el estado fondeado de un plan es su posición económica, en vez de su beneficio o costo acumulado manifestado. De la misma manera, se sugiere que el pasivo de pensión apropiado para una empresa que marcha es el PBO y que la presentación correcta del pasivo es una que netee los pasivos de la pensión y los activos del plan. Aun cuando estos ajustes son razonables, es importante evaluar si son válidos. La investigación trata de determinar su validez examinando la conducta del precio de las acciones.

Hay evidencias de que el mercado accionario considera la obligación de pensión no fondeada (en vez del beneficio o costo acumulado manifestado) como el pasivo. Esto se emplea tanto cuando se determina el valor de la compañía, como cuando se evalúa el riesgo sistemático. El mercado también considera los activos y las obligaciones de pensión por separado como activos y pasivos de la compañía, antes que como una simple cantidad neta. También se encuentra que los valores de mercado de todos los componentes del PBO indican que el PBO es la medida apropiada de la obligación de pensión. Sin embargo, el mercado asigna más de un dólar de valor por cada dólar de PBO. La investigación hasta la fecha ha sido incapaz de explicar este último resultado.

La investigación del análisis también examina la valuación de mercado del gasto de pensión y sus componentes. Los resultados muestran que el mercado le asigna un valor mayor al gasto de pensión que al gasto que no es de pensión. Esto se debe probablemente a que el gasto de pensión es más persistente, más predecible, o ambos. Además, el costo de interés y el rendimiento esperado (y real) sobre el gasto de pensión se valúa como esperado, mientras que los componentes de amortización no se valúan. Un resultado anómalo del mercado es el valor positivo asignado al costo del servicio, aun cuando es un gasto y debe dar una correlación negativa con el valor de la compañía.

Análisis de suposiciones actuariales y de sensibilidad

Es tentador pensar en la posición económica neta (o el costo económico) de los planes de beneficios de una compañía como un estimado confiable de los aspectos económicos básicos de ésta. En realidad, no es así. Aun cuando el valor de los activos del plan se basa en cifras verificables (por lo común valores de mercado), la obligación de beneficios se estima utilizando varias suposiciones actuariales. Las pautas para determinar las suposiciones actuariales dan cabida a la discreción de un empresario que quisiera hacer un mejoramiento ficticio (maquillaje de cifras) en los estados financieros. Incluso si se ignora la manipulación administrativa, tanto la obligación de pensión como el valor de los activos del plan son sensibles a los factores económicos volátiles, como tasas de interés y desempeño del mercado accionario. Por consiguiente, tanto la posición económica neta como el costo económico son cifras volátiles que no necesariamente reflejan los aspectos económicos fundamentales.

Por otra parte, tanto la posición manifestada (beneficio o costo acumulado) como el costo manifestado (costo periódico neto del beneficio), aun cuando son menos volátiles que sus contrapartes económicas, también son sensibles a las suposiciones actuariales. Además, las cifras declaradas (en especial el costo manifestado) a menudo reflejan los mejoramientos ficticios de la administración.

Por esa razón, una tarea importante en el análisis de los beneficios posteriores a la jubilación es evaluar lo razonable de las suposiciones actuariales utilizadas por el empresario. Esto incluye examinar los efectos de los cambios en las suposiciones (o los valores de mercado) sobre las cifras tanto económicas como declaradas. La figura 3.17 consiste en un gráfico que identifica los efectos de los cambios en las suposiciones actuariales para el crecimiento de la tasa de descuento, la tasa de rendimiento esperada y la compensación (y el cu idado de la salud) sobre la posición tanto declarada como económica, y sobre las cifras del costo.

Figura 3.17 ***Efecto de las suposiciones actuariales sobre la obligación y el costo de beneficios***

		DIRECCIÓN DEL EFECTO SOBRE*			
		ECONÓMICOS		MANIFESTADOS	
Hipótesis	Dirección del cambio	Posición	Costo	Posición	Costo
Tasa de descuento	+	+	–	Indefinida	Indefinida
	–	–	+	Indefinida	Indefinida
Rendimiento esperado	+	Sin efecto	Sin efecto	+	–
	–	Sin efecto	Sin efecto	–	+
Índice de crecimiento†	+	–	+	–	+
	–	+	–	+	–

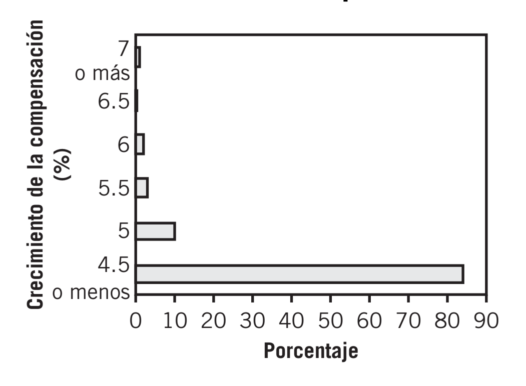
**La posición económica se refiere al estado fondeado y la posición registrada se refiere al beneficio o costo acumulado.*

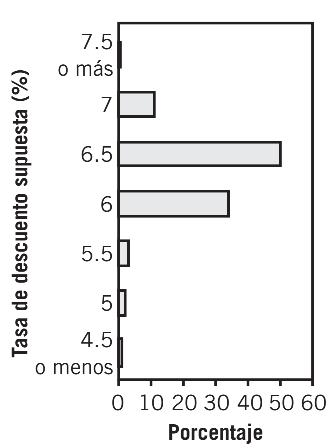
†El índice de crecimiento corresponde a los costos tanto de compensación como del cuidado de la salud.

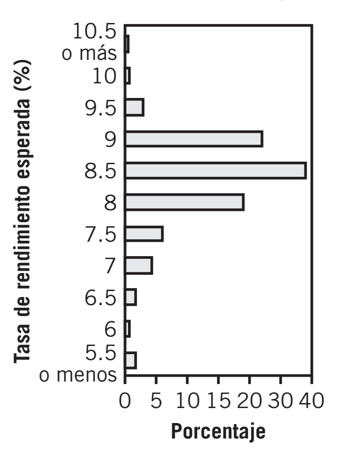
Una suposición crucial es el estimado de la tasa de descuento. Los cambios en la tasa de descuento afectan tanto la magnitud de la obligación de pensión como la del costo económico del beneficio. Una tasa de descuento más baja incrementa la obligación de pensión y, por consiguiente, reduce el estado fondeado; aunque el proceso de ajuste elimina esos efectos del balance. La tasa de descuento también afecta el costo declarado, aun cuando la dirección de su efecto es indefinida. Un incremento (disminución) en la tasa de descuento disminuye (incrementa) potencialmente el costo de servicio, pero incrementa (disminuye) el costo de interés. Esto significa que la dirección del efecto total sobre el costo declarado depende de la magnitud relativa de los efectos de un cambio en la tasa de descuento sobre el costo de interés y el costo de servicio. En la mayoría de los casos, el efecto sobre el costo de interés excede al efecto sobre el costo de servicio. En un escenario así, la tasa de descuento tiene efectos opuestos sobre las cifras económicas y declaradas. Si bien la compañía necesita determinar la tasa de descuento basándose en la tasa de interés prevaleciente para una compañía con un riesgo similar, hay cierta flexibilidad en esta determinación. La tasa de descuento es una herramienta favorita para la administración de las ganancias, y las tasas de descuento más bajas por lo general indican prácticas contables más agresivas.

La suposición de la tasa de rendimiento esperada afecta las cifras declaradas; no afecta el costo económico ni las cifras de la posición económica. La tasa de rendimiento esperada depende de muchos factores, como la composición de los activos del plan y los rendimientos a largo plazo sobre diferentes clases de activos. La tasa de rendimiento esperada también se puede utilizar para administrar las ganancias, y las tasas de rendimiento esperadas más elevadas indican prácticas contables más agresivas.

La suposición del índice de crecimiento probablemente es de menor interés que la tasa de descuento o las suposiciones del rendimiento esperado. Esta suposición tiende a ser más estable y predecible. A pesar de lo anterior, las compañías se preocupan por los cambiantes índices de crecimiento de la compensación, debido a que pueden afectar las negociaciones laborales. Las gráficas siguientes reflejan la distribución de las suposiciones actuariales para una muestra grande de compañías.







Implicaciones del flujo de efectivo en los beneficios posteriores a la jubilación

Las implicaciones del flujo de efectivo en los beneficios posteriores a la jubilación son directas. Es decir, el flujo de salida de efectivo es igual a la contribución que hace la compañía al plan. En 2004, el flujo de salida de efectivo de 3M sobre sus planes de pensión fue de 794 millones de dólares para sus planes tanto de pensión como de OPEB (véase la figura 3.13). La cifra del flujo de efectivo del periodo actual no es particularmente útil para evaluar ya sea la rentabilidad o la posición financiera de una compañía. En su lugar, la información proporcionada por la contabilidad según el principio de acumulación es más útil para estimar los futuros flujos de salida de efectivo correspondientes a los beneficios posteriores a la jubilación.

Para ilustrar, las contribuciones de 3M a sus planes de pensión (794 millones de dólares en 2004) son menores que los beneficios pagados (916 millones de dólares), en 2003, 3M contribuyó con 959 millones y pagó 727 millones. Las contribuciones de efectivo presentes y futuras están relacionadas con el grado en que los planes de pensión han tenido fondos insuficientes en el pasado y con los rendimientos actuales y esperados sobre los activos del plan. Las compañías cuyos planes de pensión cuentan con un exceso considerable de fondos pueden reducir las contribucio-

Investigación del análisis

▪▪▪▪▪▪▪ ¿MANIPULAN LOS ADMINISTRADORES LAS SUPOSICIONES DE LA PENSIÓN?

¿Los administradores manipulan las suposiciones de la pensión para mejorar en forma ficticia los estados financieros? La investigación revela que los administradores seleccionan (o ajustan) estratégicamente las suposiciones de la pensión para lograr un mejoramiento ficticio (maquillaje de cifras) tanto de los valores manifestados en el balance como del estado fondeado de las pensiones. De manera específica, los administradores seleccionan estratégicamente la tasa de descuento para reducir el nivel de pensiones con fondos insuficientes y, por consiguiente, la razón de deuda a capital. Asimismo, la tasa de descuento seleccionada por lo común es ligeramente más elevada que la tasa de interés prevaleciente sobre valores de riesgo similar. Esto sugiere un intento de subestimar la obligación de pensión. Además, la tasa de descuento y las tasas de la tendencia del costo del cuidado de la salud sobre las OPEB muestran indicios de una manifestación menor de la obligación de las OPEB. Esto es evidente en particular en situaciones en que las compañías están cerca de violar los convenios de deuda. De igual manera, hay muy poca relación entre la suposición de la tasa de rendimiento esperada y 1) la composición del activo (una proporción más elevada del capital debe implicar una tasa de rendimiento esperada más elevada) y 2) el desempeño real del fondo. En general, hay evidencia de una manipulación administrativa de las suposiciones de pensión para mejorar en forma ficticia los estados financieros.

nes actuales y no dependen tanto de los rendimientos del año actual sobre los activos del plan. Sin embargo, en el caso de 3M, cuyos planes de pensión tienen fondos insuficientes, las contribuciones en efectivo serán más elevadas, particularmente en aquellos años en que los rendimientos del mercado no son firmes. Un analista debe considerar estos factores cuando pronostique los futuros flujos de efectivo de 3M.

PUNTO DE VISTA DEL ANÁLISIS ***...USTED ES EL NEGOCIADOR LABORAL***

Como negociador sindical de un contrato laboral, usted pide que la administración incremente los beneficios posteriores a la jubilación para los empleados. La administración responde que no incrementará los beneficios, pero que ofrece una garantía para fondear una porción mucho mayor de los beneficios posteriores a la jubilación que la de su compromiso anterior. Estos fondos se entregarían a un fiduciario independiente. Usted está confundido, debido a que en balance ya existe una obligación grande de beneficios posteriores a la jubilación. ¿Le parece legítima la oferta de esa prestación?

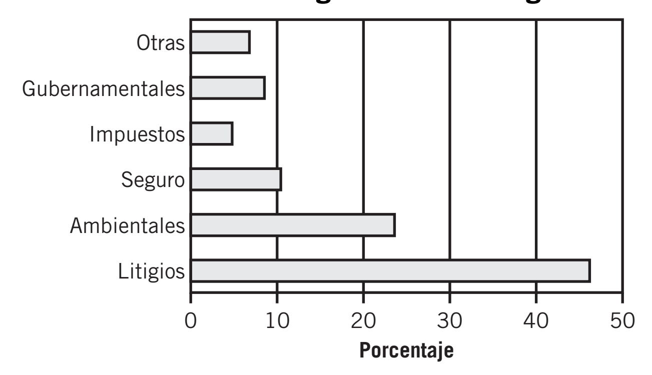
Respuesta, página 174

CONTINGENCIAS Y COMPROMISOS

Contingencias

Las **contingencias** son ganancias y pérdidas potenciales cuya resolución depende de uno o más acontecimientos futuros. Las contingencias de pérdidas son reclamaciones potenciales sobre los recursos de una compañía y se conocen como **obligaciones contingentes**. Las obligaciones contingentes se pueden originar de litigios, amenaza de expropiación, cobranza de cuentas por cobrar, reclamaciones originadas de garantías o defectos del producto, garantías de desempeño, evaluación de impuestos, riesgos autoasegurados y pérdidas catastróficas de la propiedad.

Frecuencia de las obligaciones contingentes



Una contingencia de pérdida debe cumplir dos condiciones antes de que una compañía la registre como pérdida. En primer lugar, debe ser *probable* que un activo pueda resultar dañado, o que se va a incurrir en una obligación. Implícito en esta condición es que debe ser probable que un acontecimiento futuro confirmará la pérdida. La segunda condición es que la cantidad de la pérdida debe ser *razonablemente estimable*. Algunos ejemplos que por lo común cumplen estas dos condiciones son las pérdidas de cuentas por cobrar incobrables y las obligaciones relacionadas con las garantías del producto. En estos casos, se registran en los estados financieros tanto un pasivo estimado como una pérdida.

Si una compañía no registra una contingencia de pérdida debido a que no cumple alguna o ambas condiciones, la compañía debe divulgar la contingencia en las notas cuando hay por lo menos una *posibilidad razonable* de que incurrirá en una pérdida. Esa nota expresa la naturaleza de la contingencia y ofrece un estimado de la posible pérdida o del posible alcance de la pérdida, o bien informa que no es posible hacer ese estimado.

GARANTÍAS
GE dio a conocer recientemente 1 300 millones de dólares en obligaciones de garantía del producto y 720 millones de dólares en gastos de garantías.

De acuerdo con el conservadurismo de los informes financieros, las compañías no reconocen contingencias de ganancias en los estados financieros. Sin embargo, divulgan las contingencias de ganancias en una nota si la probabilidad de realización es elevada.

Análisis de las obligaciones contingentes

Las obligaciones contingentes declaradas para partidas, como garantías de servicio y garantías, son estimados. El análisis de estas obligaciones es tan preciso como los estimados implícitos, que las compañías a menudo determinan basándose en la experiencia previa o las expectativas futuras. Se debe tener cuidado al aceptar los estimados de la administración en lo concerniente a éstas y otras obligaciones contingentes. Por ejemplo, recuerde que Manville afirmaba que contaba con

argumentos sólidos que oponer a las demandas legales contra ella por causa de litigios relacionados con el asbesto hasta el año en que se declaró en quiebra.

También se necesita analizar las revelaciones en las notas de todas las contingencias de pérdida (y ganancia). Por ejemplo, la revelación en la nota de garantías indirectas de endeudamiento, como adelantar fondos y cubrir cargos fijos de otra entidad es importante para el análisis. La revelación de contingencias en la nota por lo común incluye:

- Una descripción de la obligación contingente y del grado de riesgo.
- La cantidad potencial de la contingencia y cómo se trata la participación de otros en la determinación de la exposición al riesgo.
- Los cargos, si los hay, contra el ingreso para los estimados de las pérdidas contingentes.

El análisis debe reconocer que las compañías en ocasiones subestiman o no reconocen esas obligaciones.[3] El siguiente es un ejemplo de revelación de una obligación contingente:

EXTRACTO DEL ANÁLISIS

Hay varias acciones de difamación escrita y otras acciones legales que surgen en el curso ordinario de los negocios y que en la actualidad están pendientes en contra de la compañía. Esas acciones por lo común son por cantidades que exceden con mucho a los pagos, si los hay, que se podría requerir que se hagan. Es la opinión de la administración, después de examinar dichas acciones con el consejo de administración, que la responsabilidad final que podría resultar de esas acciones no tendría un efecto material adverso sobre los estados financieros consolidados.

—New York Times

Otro ejemplo de una obligación contingente incluye el kilometraje de los viajeros aéreos frecuentes. El kilometraje no redimido de viajeros frecuentes les otorga a los pasajeros de las aerolíneas miles de millones de kilómetros de viajes gratuitos. Los programas de viajero frecuente aseguran la lealtad del cliente y ofrecen beneficios de mercadotecnia que no están libres de un costo. Debido a que la realización de esas obligaciones es probable y se puede estimar, se deben reconocer en el balance y en el estado de resultados.

DEUDA VOLADORA
American Airlines estima que sus obligaciones de viajeros frecuentes a finales del año 2004 son de casi 1 400 millones de dólares.

Las reservas para pérdidas futuras son otro tipo de contingencia que requiere escrutinio. El conservadurismo en la contabilidad requiere que las compañías reconozcan las pérdidas cuando las determinan o las tienen previstas. A pesar de esto, las compañías, particularmente en los años de muy mal desempeño, tienden a sobrestimar sus pérdidas contingentes. Esta conducta se conoce como la *limpia de activos (big bath)* y a menudo incluye el registro de pérdidas de las disposiciones de activos, la reubicación y los cierres de plantas. La sobrestimación de esas pérdidas cambia los costos futuros al periodo actual y sirve como medio para que las compañías administren o ajusten el ingreso. Sólo en los informes seleccionados presentados ante la SEC se divulgan en ocasiones los detalles de los estimados de esas pérdidas (también llamadas *reservas para pérdidas*), e incluso aquí no hay un requerimiento establecido para una revelación detallada. A pesar de esto, el análisis debe tratar de obtener los detalles de las reservas para pérdidas por categoría y por cantidad.

POLICÍAS ECOLÓGICOS
Contingent Valuation es un medio de medir las responsabilidades ambientales contingentes. En este caso, se entrevista a las personas y se les pide que le asignen un valor al daño ambiental.

Dos fuentes de información útiles son 1) las revelaciones en las notas a los estados financieros y 2) la información en la sección de Discusión y análisis de la administración. Asimismo, de acuerdo al Internal Revenue Code de Estados Unidos, sólo unas pocas categorías de pérdidas anticipadas son deducibles de impuestos. Conforme a esto, una tercera fuente de información es el análisis de los impuestos diferidos. Este análisis revela provisiones no divulgadas para futuras pérdidas, debido a que cualquier pérdida no deducible debe aparecer en los ajustes para impuestos diferidos (prepagados). También se debe recordar que las reservas para pérdidas no alteran la exposición al riesgo, no tienen consecuencias para el flujo de efectivo y no constituyen la alternativa para el seguro.

[3] Un estudio encontró que de 126 demandas legales perdidas por compañías que cotizan en bolsas de valores, casi 40% de ellas no se divulgaron en los años que precedieron a la pérdida. La deducción es que las compañías se muestran renuentes a divulgar los litigios pendientes, aun cuando el riesgo de una pérdida por causa de litigio sea elevado.

Cigna, una aseguradora de inmuebles y accidentes, enseña lo tenue que es el proceso de estimación de la reserva. En un año reciente, Cigna afirmaba tener un historial de 10 años con un patrón muy estable de reclamaciones (las reservas de seguros están destinadas a proporcionar fondos para las reclamaciones). Sin embargo, en el siguiente año, la frecuencia y la gravedad de las reclamaciones aumentaron. Cigna afirmaba que el año era una anormalidad y no incrementó las reservas para futuras reclamaciones. Sin embargo, en el transcurso de dos años, Cigna anunció un cargo de más de 1 000 millones de dólares a ingreso, a fin de llevar las reservas de seguros a niveles apropiados para las reclamaciones. En consecuencia, las reservas de Cigna para esos primeros años obviamente se subestimaron y la utilidad neta se subestimó.

DIFERENCIAS
Los administradores y los auditores a menudo difieren respecto a si una contingencia se debe registrar, divulgar o ignorar.

El informe del auditor proporciona otra perspectiva sobre las contingencias. No obstante, los auditores muestran una incapacidad de expresar una opinión sobre el resultado de las contingencias. Por ejemplo, el informe del auditor para los años que implica el caso Cigna que se acaba de describir no estaba calificado. Otro ejemplo típico, cuando se llegan a comentar las contingencias, es el informe del auditor sobre Harsco, que se reproduce a continuación:

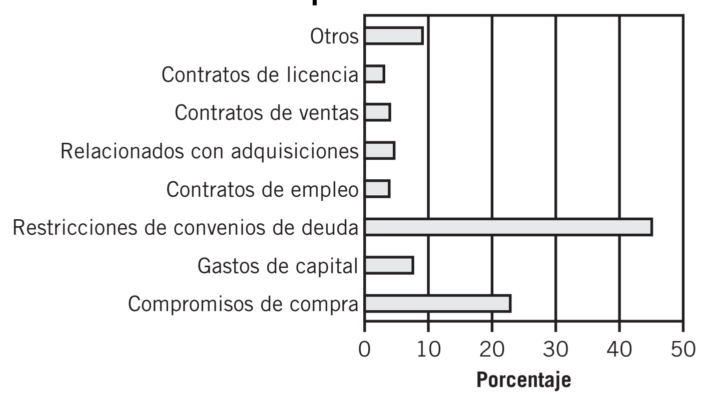
EXTRACTO DEL ANÁLISIS

La compañía está sujeta a que el gobierno ejerza una opción adicional conforme a cierto contrato. Si el Gobierno ejerce esta opción, la Compañía podría incurrir en pérdidas adicionales. Además, la Compañía ha presentado, o está en proceso de presentar varias reclamaciones contra el gobierno, relacionadas con ciertos contratos. El resultado final de estos asuntos no se puede determinar actualmente. En consecuencia, ninguna provisión para esas pérdidas adicionales potenciales o para el reconocimiento de una posible recuperación de esas reclamaciones (distintas de las relacionadas con el Impuesto Federal sobre el Consumo y otras reclamaciones relacionadas) se he reflejado en los estados financieros acompañantes.

Observe la ambigüedad intencional del informe de este auditor.

Los bancos en particular están expuestos a grandes pérdidas contingentes que a menudo se subestiman, o se confinan a una revelación en las notas. Un ejemplo común es el que se relaciona con las pérdidas sobre préstamos internacionales, donde la evidencia muestra afectaciones de los activos, pero los bancos y sus auditores dejan de divulgar el efecto en la forma apropiada. Otro ejemplo son los compromisos de los bancos fuera del balance. Éstos incluyen compromisos tan diversos como cartas de crédito que operan como una garantía de cumplimiento, garantías de bonos municipales y papel comercial, *swaps* de divisas y contratos de cambio de divisas. A diferencia de los préstamos, estos compromisos son promesas que los bancos esperan (pero no tienen la certidumbre) no tener que respaldar. Los bancos no manifiestan efectivamente estos compromisos en los estados financieros. Esto incrementa todavía más el peligro de no identificar plenamente las exposiciones al riesgo de los bancos.

Frecuencia de los compromisos



Compromisos

Los **compromisos** son reclamaciones potenciales contra los recursos de una compañía debidas a un futuro desempeño conforme al contrato. No se reconocen en los estados financieros puesto que la firma de un contrato de ejecución o la emisión de una orden de compra no son operaciones terminadas. Otros ejemplos son los contratos no cancelables a largo plazo para la compra de productos o servicios a precios especificados y los contratos de compra de activos fijos que requieren el pago durante la construcción. A continuación se presenta un ejemplo de un compromiso de la compañía Intermec Co.:

EXTRACTO DEL ANÁLISIS

La compañía firmó un contrato de licencia de una patente con su antiguo proveedor principal de escáneres manuales láser. Este contrato prevé que la compañía podría fabricar y vender ciertos productos láser para escanear de su propio diseño y que la compañía pagará regalías mínimas y comprará cantidades mínimas de otros productos a ese proveedor.

En muchos casos, un contrato de arrendamiento también es una forma de compromiso.

Todos los compromisos requieren la revelación de los factores importantes que rodean a sus obligaciones, incluyendo las cantidades, las condiciones y el momento. Un ejemplo del largo alcance que pueden tener los compromisos se ilustra en la siguiente nota de la Wells Fargo:

EXTRACTO DEL ANÁLISIS

Compromisos y obligaciones contingentes. En el curso normal de los negocios, hay varios compromisos pendientes y obligaciones contingentes que no se reflejan en la forma apropiada en los estados financieros acompañantes. No se espera que las pérdidas resultantes de esos compromisos, si las hay, sean de gran magnitud. Las cantidades aproximadas de dichos compromisos se resumen a continuación (en millones de dólares):

Cartas de crédito que operan como garantías de cumplimiento	2 400 dólares
Cartas de crédito comercial y similares	400
Compromisos para extender crédito*	17 300
Compromisos para comprar contratos *forward* y de futuros	5 000
Compromisos para comprar divisas y moneda estadounidense	1 500

*Excluye tarjetas de crédito y otros préstamos de crédito revolvente.

Las cartas de crédito que operan como garantías de cumplimiento incluyen aproximadamente 400 millones de dólares de participaciones compradas y son netas de aproximadamente 300 millones de dólares de participaciones vendidas. Las cartas de crédito que operan como garantías de cumplimiento se expiden para cumplir obligaciones del desempeño, incluidas aquellas que respaldan instrumentos financieros (garantías financieras).

FINANCIAMIENTO FUERA DEL BALANCE

El **financiamiento fuera del balance** se refiere a la falta de registro de ciertas obligaciones de financiamiento. Ya se han examinado las operaciones que se ajustan a este modelo (arrendamientos de operación). Además de los arrendamientos, hay otros arreglos de financiamiento fuera del balance que varían desde los más sencillos hasta los más complejos. Estos convenios son parte de un panorama siempre cambiante, en el que cuando se recurre a un requerimiento contable para reflejar mejor las obligaciones de una operación de financiamiento específica fuera del balance, se idean medios nuevos e innovadores para ocupar su lugar.

Ejemplos fuera del balance

Una forma de financiar los inmuebles, la planta y el equipo es hacer que una organización externa los adquiera, en tanto que una compañía conviene en utilizar los activos y proporcionar los fondos suficientes para pagar la deuda. Algunos ejemplos de estos arreglos son los *contratos de compra* y los *acuerdos de producción,* en los cuales una compañía conviene en comprar la producción de una corrida o una cantidad especificada de bienes a través de una instalación de procesamiento, y los *arreglos de tomar o pagar,* cuando una compañía garantiza el pago de una cantidad especificada de bienes, sin importar si los necesita o no. Una variación de estos arreglos implica la creación de

entidades separadas y después proporcionar un financiamiento que no exceda 50% de la propiedad; por ejemplo, las *joint ventures*, o las sociedades de responsabilidad limitada. Las compañías incorporan estas actividades como una inversión y no las consolidan con los estados financieros de la compañía. Esto quiere decir que se excluyen del pasivo. Considere las dos prácticas siguientes:

EXTRACTO DEL ANÁLISIS

Avis Rent-A-Car estableció un fideicomiso separado a fin de solicitar dinero prestado para financiar la compra de automóviles que después le arrienda a Avis para su negocio de renta de automóviles. Debido a que el fideicomiso está separado de Avis, la deuda de alrededor de alrededor de 400 millones de dólares se lleva fuera del balance. El director de contabilidad proclamó: "Una de las mayores ventajas del financiamiento fuera del balance es que nos permite solicitar otros préstamos a los bancos para capital de operación, que de otra manera no podríamos obtener." Dos competidores importantes, Hertz y National Car Rental, compran los automóviles que rentan, en vez de arrendarlos.

EXTRACTO DEL ANÁLISIS

Las compañías petroleras a menudo recurren a las *joint ventures* de propiedad de menos de 50% como un medio de recabar dinero para construir y operar oleoductos. Aun cuando el pago de la deuda es la responsabilidad final de la compañía petrolera, sus notas simplemente explican que la compañía podría tener que adelantar fondos para ayudar a la *joint venture* a cumplir sus obligaciones de deuda si no se envía el suficiente petróleo crudo que se necesita para generar los fondos necesarios.

Asimismo, muchos minoristas les venden cuentas por cobrar originadas de tarjetas de crédito propias a fideicomisos que establecen para ese propósito. Los fideicomisos recaban fondos para esas compras vendiendo bonos que se repagan del efectivo cobrado.

Entidades para propósitos especiales (SPE)

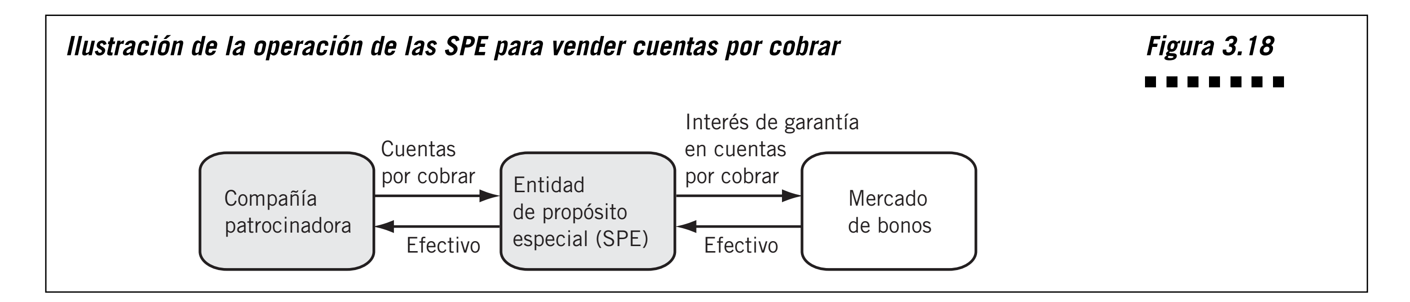
Las entidades para propósitos especiales (SPE, *special purpose entities*), ahora desacreditadas como consecuencia de la quiebra de Enron, han sido un mecanismo de financiamiento legítimo durante décadas y hoy día son una parte integral de las finanzas corporativas. El concepto es sencillo:

- Una entidad para propósitos especiales es creada por la compañía patrocinadora y capitalizada con inversión de capital, parte de la cual debe ser de terceras partes independientes.
- La SPE apalanca esta inversión de capital con préstamos solicitados a los mercados de crédito y compras de activos de ganancias de, o para, la compañía patrocinadora.
- El flujo de efectivo de los activos de las ganancias se utiliza para repagar la deuda y proporcionarles un rendimiento a los inversionistas de capital.

Algunos ejemplos son:

- Una compañía le vende cuentas por cobrar a la SPE. Esas cuentas por cobrar podrían provenir, por ejemplo, de la tarjeta de crédito propiedad de la compañía que les ofrece a sus clientes para tratar de asegurar el futuro patrocinio de éstos (por ejemplo, la tarjeta de crédito de Target). La compañía elimina las cuentas por cobrar de su balance y recibe un efectivo que puede invertir en otros activos de ganancias. La SPE garantiza bonos que vende en los mercados de crédito con las cuentas por cobrar y utiliza el efectivo para comprar cuentas por cobrar adicionales sobre una base continua, a medida que crece la cartera de tarjetas de crédito de la compañía. Esto proceso se conoce como *bursatilización*. Las compañías de financiamiento del consumidor, como Capital One, son emisoras importantes de bonos respaldados por cuentas por cobrar. En la figura 3.18 se ilustra el flujo de fondos en esta utilización de las SPE.
- Una compañía desea construir una instalación de manufactura. Firma un contrato para comprar la producción de la planta. Una SPE utiliza el contrato y el inmueble para garantizar

Ilustración de la operación de las SPE para vender cuentas por cobrar **Figura 3.18**



bonos que vende para financiar la construcción de la planta. La compañía obtiene los beneficios de la planta de fabricación, pero no reconoce ni el activo ni el pasivo en el balance, ya que los contratos de ejecución (compromisos) no están registrados conforme a los GAAP y además no se consideran como derivados que requerirían reconocimiento en el balance (véase el capítulo 5).

- Una compañía desea construir un edificio de oficinas, pero no quiere registrar ni el activo ni el pasivo en el balance. Una SPE conviene en financiar y construir el edificio y arrendarlo a la compañía conforme a un arrendamiento de operación. Si se estructuran en la forma apropiada, ni el activo arrendado ni la obligación de arrendamiento se reflejan en el balance de la compañía.

Hay dos razones primordiales para la popularidad de las SPE:

1. Las SPE podrían constituir una alternativa de financiamiento de costo más bajo que si se solicita un préstamo directamente en los mercados de crédito. Esto se debe a que las actividades de las SPE están restringidas y, como resultado, los inversionistas compran un flujo de efectivo bien garantizado que no está sujeto a la gama de riesgos empresariales inherente al proceso de proporcionar capital directamente a la compañía patrocinadora.
2. Con arreglo a los GAAP actuales, siempre que la SPE esté estructurada en la forma apropiada, la SPE representa una entidad separada, no consolidada con la compañía patrocinadora (véase en el capítulo 5 un análisis de las consolidaciones). Por consiguiente, la compañía puede utilizar las SPE para hacer operaciones fuera del balance con el fin de eliminar activos, pasivos, o ambos del balance. Puesto que la compañía sigue obteniendo los beneficios económicos de las operaciones, las razones de desempeño de la operación (como rendimiento sobre activos, razones de rotación de activos, razones de apalancamiento, etcétera) mejoran significativamente.

Las pautas de los GAAP relacionadas con la contabilidad para las SPE y las reglas para su consolidación con la compañía patrocinadora se proporcionan en las *SFAS 140* y la FIN 46R. La definición de cuándo se establece el "control" de una entidad sobre otra, en especial cuando la SPE no emite acciones comunes, continúa en discusión.

LOS PCGA (GAAP) FUTUROS
Los reguladores continúan con el debate acerca de las normas de declaración para la consolidación.

Muchas SPE no son corporaciones y no tienen propiedad de acciones. En el caso de esas entidades, el control se confiere por medio de documentos legales antes que por la propiedad de acciones, y el umbral típico de propiedad de 50% de las acciones no es válido para la consolidación. El FASB ahora clasifica a esas SPE como **entidades de interés variable** (VIE, *variable interest entities*), si el capital total en riesgo es insuficiente para financiar las operaciones (por lo común menos de 10% de los activos), o si la VIE carece de cualquiera de los siguientes puntos: 1) la capacidad de tomar decisiones, 2) la obligación de absorber las pérdidas, o 3) el derecho de recibir rendimientos. En este caso, la VIE se consolida con aquella entidad que tiene la capacidad de tomar decisiones, la obligación de absorber pérdidas y el derecho de recibir dividendos (llamada la "beneficiaria principal"). La consolidación resulta en la suma de los estados financieros de la beneficiaria principal y los de la VIE, eliminando así cualquier beneficio percibido resultante del tratamiento de la VIE fuera del balance.

El estudio de las SPE se finaliza con cuatro ejemplos de utilización.

El caso de Capital One. Se comienza con Capital One Financial Corporation, la compañía de financiamiento del consumidor con 53 700 millones de dólares de activos totales, que consisten en su mayor parte de préstamos al consumidor y cuentas por cobrar de tarjetas de crédito. Capital

One utiliza a las SPE en forma de fideicomisos para comprar porciones de su cartera de préstamos del consumidor. El fideicomiso, a su vez, financia la compra vendiendo bonos garantizados por las cuentas por cobrar.

Capital One administra casi 80 000 millones de dólares en préstamos al consumidor y, sin embargo, sólo declara 38 000 millones en su balance. Los otros 42 000 millones de dólares se han vendido al fideicomiso (SPE). En 2004, Capital One manifestó un incremento neto en préstamos al consumidor de 19 000 millones de dólares. También declaró flujos de entrada de efectivo de 11 000 millones de dólares, relacionados con la garantía de esos préstamos.

Capital One es un ejemplo de una compañía que utiliza a las SPE para un propósito financiero legítimo y con una revelación total. Las cuentas por cobrar se eliminan del balance sólo cuando la SPE ha sido estructurada en la forma apropiada con capital suficiente de terceras partes, cuando Capital One ha vendido los activos sin recurso, lo que significa que no corre todo el riesgo de pérdida sobre las cuentas por cobrar, y cuando le ha entregado todo el control a la SPE (una entidad para propósitos especiales calificada). En este caso, la transferencia de las cuentas por cobrar se puede reconocer como una venta, y la ganancia (pérdida) resultante se reconoce en el estado de resultados y en los activos eliminados del balance.

Capital One divulga totalmente sus actividades de financiamiento fuera del balance, de manera que los analistas pueden considerar sus efectos en la evaluación de la condición financiera de la compañía. A continuación se reproducen extractos del informe anual de Capital One.

EXTRACTO DEL ANÁLISIS

Bursatilizaciones fuera del balance. La compañía se dedica activamente a operaciones de bursatilización fuera del balance de préstamos para propósitos de fondeo. La compañía recibe los ingresos de inversionistas de terceras partes para valores emitidos de los vehículos de bursatilización de la compañía, que están garantizados por cuentas por cobrar transferidas de la cartera de la compañía. Los valores en circulación, que suman un total de 41 200 millones de dólares al 31 de diciembre de 2004, representan intereses no divididos en los grupos de cuentas por cobrar de préstamos al consumidor que se venden en ofertas no colocadas o en operaciones de colocaciones privadas. La bursatilización de los préstamos al consumidor ha sido una fuente importante de liquidez para la compañía. La compañía piensa que tiene la capacidad de seguir utilizando los arreglos de bursatilización fuera del balance como una fuente de liquidez; sin embargo, una reducción considerable o la terminación de las bursatilizaciones fuera del balance de la compañía podría demandar que la compañía recurra a la liquidez existente o a obtener –o ambas a la vez– fondos adicionales por medio de la emisión de préstamos garantizados o de deuda no garantizada, la obtención de depósitos adicionales, o la disminución del crecimiento de activos para compensar o satisfacer las necesidades de liquidez.

Las bursatilizaciones fuera del balance implican que la compañía transfiera, en operaciones que se toman como ventas de conformidad con la SFAS 140, grupos de cuentas por cobrar de préstamos a los consumidores a uno o más fideicomisos de terceras partes o a entidades para propósitos especiales calificadas. Ciertos intereses no divididos en el grupo de cuentas por cobrar de préstamos a consumidores se venden a inversionistas como valores respaldados por activos en ofertas públicas o en colocaciones privadas. Los fideicomisos adjudican el producto de las bursatilizaciones fuera del balance a la compañía como una gratificación por las cuentas por cobrar de los préstamos al consumidor transferidas. Cada nueva bursatilización fuera del balance resulta en una eliminación de las cuentas por cobrar del préstamo de principal igual a los intereses no divididos vendidos del grupo del balance consolidado de la compañía ("préstamos fuera del balance"), el reconocimiento de ciertos intereses residuales retenidos y una ganancia sobre la venta. La compañía retiene los restantes intereses no divididos en cuentas por cobrar de principal del grupo, así como el cargo financiero facturado no pagado y las cuentas por cobrar de honorarios relacionados con el interés no dividido de la compañía en cuentas por cobrar del principal, y los registra como préstamos al consumidor en el balance consolidado. Las cantidades de los intereses no divididos restantes fluctúan a medida que los tenedores de cuentas hacen pagos de principal e incurren en nuevos cargos en las cuentas seleccionadas. La cantidad de cuentas por cobrar retenidas de préstamos al consumidor era de 10 300 millones de dólares y de 8 300 millones de dólares al 31 de diciembre de 2004 y 2003, respectivamente.

El caso de eBay. eBay construyó sus instalaciones de oficinas en San José, California, con un costo total de 126.4 millones de dólares en 2000. El inmueble era propiedad de una entidad separada, eBay Realty Trust y se la arrendó a eBay. La estructura de esta operación (llamada un "arrendamiento sintético") era única, en el sentido de que permitía que eBay fuera la arrendataria de un arrendamiento de operación para propósitos del informe financiero, pero la dueña de la propiedad para propósitos de impuestos federales, lo que permitía que tratara como deducciones tanto el interés sobre el arrendamiento como la depreciación del inmueble. Estos arrendamientos sintéticos se volvieron cada vez más populares debido a que proporcionaban un financiamiento fuera del balance y, sin embargo, permitían que la organización retuviera todos los beneficios de impuestos del inmueble.

eBay Realty Trust se constituyó con una inversión nominal. Después convino en construir un edificio para eBay y en arrendarle la propiedad a eBay a su terminación. El financiamiento del edificio provino de acreedores y el Chase Manhattan Bank hizo las veces de agente. El préstamo estaba garantizado por una hipoteca sobre la propiedad y una cesión del arrendamiento. Además, eBay convino en depositar 126.4 millones de dólares en una cuenta de garantía en efectivo y también garantizó una cantidad residual mínima de propietario-arrendador a la terminación del arrendamiento y la venta de la propiedad.

En la actualidad, los arrendamientos sintéticos caen cada vez más dentro de la competencia de FIN 46 y estas entidades ahora se clasifican como VIE, en consecuencia requiriendo consolidación. eBay examina los efectos pendientes de la adopción de FIN 46 en su 10-K de 2002 y la consolidación final de la VIE en su 10-K de 2004, cuyos extractos se reproducen en la figura 3.19. La consolidación resultó en la adición de 126.4 millones de dólares de propiedad y 122.5 millones de dólares de deuda en el balance de eBay, junto con un interés no de control de 3.9 millones de dólares, que representa la inversión de los accionistas que no tienen control.

Notas al pie de página de arrendamientos de eBay ***Figura 3.19***

10-K de 2002: El 1 de marzo de 2002, firmamos un arrendamiento a cinco años para instalaciones de oficinas generales ubicadas en San José, California. Comúnmente se hace referencia a este arrendamiento a cinco años como un arrendamiento sintético, debido a que representa una forma de financiamiento fuera del balance conforme al cual una tercera parte no relacionada fondea 100% de los costos de adquisición de la propiedad y nos arrienda el activo, como arrendatarios... En enero de 2003, el Financial Accounting Standards Board, o FASB, emitió la Interpretación Número 46 de FASB, o FIN 46, "Consolidation of Variable Interest Entities" (consolidación de entidades de interés variable). Esta interpretación del Accounting Research Bulletin núm. 51, "Consolidated Financial Statements" (estados financieros consolidados), aborda la consolidación de empresas de negocios de ciertas entidades de interés variable donde hay un interés de control financiero en una entidad de interés variable o donde la entidad de interés variable no tiene el capital en riesgo suficiente para financiar sus actividades sin un apoyo financiero subordinado adicional de otras partes... Esperamos que la adopción de la FIN 46 requiera que incluyamos nuestro arrendamiento de las instalaciones en San José y potencialmente ciertas inversiones en nuestros estados financieros consolidados en vigor el 1 de julio de 2003.

10-K de 2004: De conformidad con las provisiones de la FIN 46, "Consolidation of Variable Interest Entities" (consolidación de entidades de interés variable), hemos incluido nuestro arreglo de arrendamiento de las oficinas corporativas de San José en nuestros estados financieros consolidados en vigor el 1 de julio de 2003. Conforme a este estándar contable, nuestro balance al 31 de diciembre de 2003 y 2004 refleja adiciones de terreno y edificios por un total de 126.4 millones de dólares, obligaciones de arrendamiento de 122.5 millones de dólares e intereses minoritarios no de control de 3.9 millones de dólares. Nuestro estado de resultados consolidada para el ejercicio que terminó el 31 de diciembre de 2003 refleja la reclasificación de los pagos de arrendamiento de nuestras oficinas corporativas en San José de gasto de operación en gasto de interés, empezando con los trimestres siguientes a nuestra adopción de la FIN 46 el 1 de julio de 2003, un cargo después de interés de 5.4 millones de dólares por la depreciación acumulativa para los periodos desde el inicio del arrendamiento hasta el 30 de junio de 2003, y un gasto de depreciación incremental de aproximadamente 400 000 dólares, netos de impuestos, por trimestre para los periodos después del 30 de junio de 2003. Hemos adoptado las provisiones de la FIN 46 de un modo potencial a partir del 1 de julio de 2003 y, como resultado, no hemos actualizado los periodos previos. El efecto acumulativo del cambio en los principios contables que proviene de la adopción de la FIN 46, se ha reflejado en La utilidad neta en 2003.

El caso de Dell. Dell proporciona financiamiento para la compra de sus computadoras en forma de préstamos y arrendamientos. En vez de proporcionar este financiamiento en forma interna, Dell participó en una *joint venture* (Dell Financial Services o DFS) con CIT, la compañía de financiamiento para el consumidor, que proporciona el financiamiento y se divide las utilidades con Dell. En virtud del contrato de la *joint venture,* Dell no controlaba a esta *joint venture* a pesar de su interés económico de 70% y, en consecuencia, no la consolidaba en sus estados financieros. Sin embargo, posteriormente, se llegó a considerar a esta entidad como una entidad de interés variable (VIE) conforme a FIN 46R y, como resultado, en la actualidad se requiere que Dell consolide a DFS en sus estados financieros. En la figura 3.20 se reproducen extractos de la nota de pie de página del 10-K de Dell relacionados con Dell Financial Services.

Figura 3.20 ***Servicios financieros: Dell***

En la actualidad Dell es socio de DFS, una *joint venture* con CIT. Esta *joint venture* le permite a Dell proporcionar a sus clientes varias alternativas de financiamiento, al tiempo que como regla general CIT proporciona el financiamiento para las transacciones entre DFS y el cliente en cuanto a ciertas operaciones. Dell reconoció un ingreso de la venta de productos conforme a operaciones de financiamiento de préstamos y arrendamientos de 5 600 millones, 4 500 millones y 3 600 millones de dólares durante los ejercicios de 2005, 2004 y 2003, respectivamente.

En la actualidad Dell posee un interés de capital de 70% en DFS. Durante el tercer trimestre del ejercicio fiscal de 2004, Dell empezó a consolidar los resultados financieros de DFS debido a la adopción de la FIN 46R. La FIN 46R prevé que si una entidad es la beneficiaria principal de una entidad de interés variable (VIE), los activos, los pasivos y los resultados de las operaciones de la VIE se deben consolidar en los estados financieros de la entidad. Basándose en la pauta de la FIN 46R, Dell concluyó que DFS es una VIE y Dell es la beneficiaria principal de los flujos de efectivo esperados de DFS. Antes de la consolidación de los estados financieros de DFS, se daba razón de la inversión de Dell en DFS conforme al método de capital, debido a que históricamente la compañía no ejercía el control sobre DFS. En consecuencia, la consolidación de DFS no tuvo efecto alguno sobre La utilidad neta o las ganancias por acción de Dell. La propiedad del capital de CIT en los activos netos de DFS al 28 de enero de 2005 era de 13 millones de dólares, que se registraron como interés minoritario y se incluyeron en otros pasivos no circulantes en la declaración consolidada de la posición financiera de Dell. La consolidación no alteró el convenio de asociación ni el arreglo de compartir el riesgo entre Dell y CIT.

Durante el tercer trimestre del ejercicio fiscal de 2005, Dell y CIT celebraron un convenio que extendía el término de la *joint venture* al 29 de enero de 2010 y modificaba ciertos términos de la relación. Antes de la firma del convenio de extensión, CIT proporcionaba todo el financiamiento para las operaciones entre DFS y el cliente. El convenio de extensión también le proporciona a Dell el derecho, pero no la obligación, de participar en dicho financiamiento empezando en el cuarto trimestre del ejercicio fiscal de 2005. Durante el cuarto trimestre del ejercicio fiscal de 2005, Dell empezó a vender algunas cuentas por cobrar de financiamiento de préstamos y arrendamientos a una entidad calificada para propósitos especiales no consolidada que es propiedad total de Dell. La entidad calificada para propósitos especiales es una entidad legal separada con activos y pasivos separados de los de Dell. La entidad calificada para propósitos especiales ha celebrado un arreglo de financiamiento con un intermediario de múltiples vendedores que a su vez emite valores de deuda respaldados por activos para los mercados de capital. Las transferencias de cuentas por cobrar de financiamiento se registran de conformidad con las provisiones de la SFAS núm. 140, Accounting for Transfers and Servicing of Financial Assets and Extinguishment of Liabilities (contabilidad para transferencias y pago de activos financieros y extinción de pasivos). La venta de esas cuentas por cobrar de financiamiento de préstamos y arrendamientos no tuvo un efecto importante sobre la posición financiera consolidada de Dell, los resultados de las operaciones, o los flujos de efectivo para el ejercicio fiscal de 2005.

Es interesante observar que, como se describe al final de la nota al pie de página, Dell ha renegociado su contrato de *joint venture* para permitirle vender cuentas por cobrar financieras a una nueva "entidad para propósitos especiales calificada no consolidada" (QSPE, *qualifying special purpose entity*). Las QSPE son SPE que se estructuran con el fin de quedar exentas de las provisiones de FIN 46R y que, por consiguiente, no se requiere que se consoliden. La estructura de la QSPE requiere una entidad independiente, financieramente solvente con un control total sobre los activos comprados. En consecuencia, las transferencias se consideran como una venta a

una parte independiente, acompañada de la eliminación consiguiente de esos activos del balance y el reconocimiento de una ganancia (pérdida) sobre la venta. A medida que las compañías empiezan a comprender los efectos adversos de la consolidación conforme a FIN 46R, es probable que muchas más empresas estén estableciendo QSPE como alternativa para las VIE, con el fin de preservar el tratamiento fuera del balance de las transferencias de activos.

El caso de Enron. El cuarto ejemplo, Enron, demuestra el mal empleo de las entidades de propósito especial. Según su director de finanzas, el considerable crecimiento de Enron no se podía mantener por medio de la emisión de acciones comunes a causa de una dilución a corto plazo, y además la compañía no podía incrementar su apalancamiento financiero mediante la emisión de deuda por temor a perjudicar su calificación de crédito. Como resultado, la compañía trató de ocultar grandes cantidades de deuda y de sobrestimar significativamente sus ganancias con SPE.

La cobertura de Enron de su inversión en Rhythms NetConnections fue la primera de varias SPE que estableció la compañía con el fin de evitar el reconocimiento de la afectación de activos y sirve como un ejemplo apropiado del mal empleo de esta técnica financiera. Enron invirtió 10 millones de dólares (1.85 dólares por acción) en Rhythms en 1998. El siguiente año, Rhythms empezó a cotizar en bolsas de valores. A Enron se le prohibió vender su inversión debido a un contrato previo, y Enron deseaba proteger su ganancia no realizada de 300 millones de una pérdida potencial.

Aunque la operación es bastante complicada, en esencia, Enron constituyó una SPE y la capitalizó con sus propias acciones, cubiertas por contratos *forward* para preservar el valor de su inversión de una baja potencial. La SPE, a su vez, actuó como la contraparte (una compañía de seguros) para cubrir la inversión de Enron en Rhythm y proteger a la compañía de una posible disminución de su valor. Si el valor de la inversión disminuía, teóricamente Enron podría recurrir a la garantía emitida por la SPE para compensar la pérdida.

PROBLEMAS DEL SOCIO
Los bancos de inversión, incluidos CFSB y Merril Lynch, ganaron decenas de millones de dólares ayudando a Enron a proteger miles de millones de dólares en deuda vendiendo las sociedades fuera del balance de la compañía a inversionistas institucionales.

Si esta operación se hubiera llevado a cabo por medio de una tercera parte con suficiente capital propio, Enron hubiera protegido efectivamente su inversión y no hubiera sido necesario que declarara una pérdida si disminuía el valor de la inversión. Sin embargo, en la forma en que estaba estructurada, la SPE no tenía capital externo propio y sus activos consistían únicamente en las acciones de Enron. La cobertura era una farsa. Además, Enron adoptó la posición de que esas SPE no necesitaban consolidarse en su informe anual. Esto significaba que cualquier pasivo de la SPE no se reflejaría en el balance consolidado de Enron.

Las reglas de consolidación requieren que las SPE sean verdaderamente independientes con el fin de evitar la consolidación. Esto significa que se deben capitalizar con capital externo y que el control efectivo debe permanecer con las partes externas. Enron violó estos dos requisitos. En primer lugar, en muchos casos Enron garantizó la inversión de sus inversionistas "externos". Esto significaba que los inversionistas no corrían el riesgo de pérdida requerido. Y en segundo, la administración de las SPE a menudo se componía de empleados de Enron e inversionistas externos que no desempeñaban una posición administrativa. En la actualización de sus estados financieros de 1997-2000 en el tercer trimestre de 2001, Enron consolidó a las SPE. El efecto fue reconocer en el balance cientos de millones de dólares de deuda, registrar afectaciones de aproximadamente 1 000 millones y reducir el capital de los accionistas en la cantidad de 1 200 millones de dólares. La actualización erosionó la confianza del inversionista y desencadenó violaciones de convenios de deuda que a la larga resultaron en la quiebra de la compañía.

¿Qué han aprendido los inversionistas acerca de estas actividades de las SPE a partir del informe anual de Enron? La figura 3.21 contiene un extracto del informe anual de Enron de 2000, el año anterior a la quiebra. La única mención de las SPE fue en una nota de pie de página concerniente a partes relacionadas. Enron describió la cobertura de su cartera de inversión (comercial) y reveló que las SPE se habían capitalizado con acciones comunes de Enron. También divulgó que el socio administrativo de las SPE era un ejecutivo de Enron y puso de relieve las revelaciones en una nota de pie de página sobre "Partes relacionadas". En estudio retrospectivo, las revelaciones demostraron ser más importantes que al principio. En la actualidad, los analistas le están prestando mucho más atención a esos detalles después de los miles de millones de dólares de pérdidas que resultaron del colapso de Enron.

Figura 3.21 ***Nota al pie de las operaciones de Enron con partes relacionadas***

En 2000 y 1999, Enron celebró operaciones con sociedades de responsabilidad limitada (la parte relacionada) cuyo miembro administrativo de la sociedad es un funcionario senior de Enron. Las sociedades de responsabilidad limitada de la parte relacionada no están relacionadas con Enron. La administración cree que los términos de las operaciones con la parte relacionada eran razonables comparados con aquellos que se habrían podido negociar con terceras partes no relacionadas.

En 2000, Enron celebró operaciones con la parte relacionada para cubrir algunas inversiones comerciales y otros activos. Como parte de las operaciones, Enron: i) contribuyó a las entidades recién formadas (las entidades) con activos valuados aproximadamente en 1 200 millones de dólares, incluyendo 150 millones de dólares en pagarés por pagar de Enron, 3.7 millones de acciones restringidas de las acciones comunes en circulación de Enron y el derecho de recibir hasta 18.0 millones de acciones de las acciones comunes en circulación de Enron en marzo de 2003 (sujeto a ciertas condiciones), y ii) les transfirió a las entidades activos valuados en 309 millones aproximadamente, incluidos un pagaré por pagar de 50 millones y una inversión en una entidad que posee indirectamente garantías convertibles en acciones comunes de una entidad participada de Enron conforme al método de capital. A cambio, Enron recibió intereses económicos en las entidades, 309 millones de dólares en pagarés por cobrar, de los cuales 259 millones de dólares están registrados en la base de cero de traslados a ejercicios posteriores de Enron, y una distribución especial de las entidades en forma de 1 200 millones de dólares en pagarés por cobrar, sujeto a cambios en el principal para las cantidades pagaderas por Enron en relación con la ejecución de instrumentos derivados adicionales. El efectivo en esas entidades, de 172.7 millones está invertido en pagarés a la vista de Enron. Además, Enron pagó 123 millones de dólares para comprar opciones de acciones de las entidades sobre 21.7 millones de acciones de las acciones comunes de Enron. Las entidades le pagaron a Enron 10.7 millones de dólares para terminar las opciones de acciones sobre 14.6 millones de acciones de las acciones comunes en circulación de Enron. A finales de 2000, Enron participó en arreglos de garantía de acciones con las entidades sobre 15.4 millones de acciones de las acciones comunes de Enron. Se dará razón de esos arreglos como operaciones de capital cuando se liquiden.

En 2000, Enron participó en operaciones de derivados con las entidades por medio de una cantidad nocional combinada de aproximadamente 2 100 millones de dólares para cubrir determinadas inversiones comerciales y otros activos. El saldo de pagarés por cobrar de Enron se redujo en 36 millones de dólares como resultado de las primas adeudadas sobre operaciones de derivados. Enron reconoció ingresos de aproximadamente 500 millones de dólares relacionados con el cambio subsiguiente en el valor de mercado de esos derivados, que compensa los cambios en el valor de mercado de algunas inversiones comerciales y las actividades administrativas de riesgo del precio. Además, Enron reconoció 44.5 millones y 14.1 millones de dólares de ingreso de interés y gasto de interés, respectivamente, sobre los pagarés por cobrar de y pagaderos a las entidades.

CAPITAL DE LOS ACCIONISTAS

El capital se refiere al financiamiento del propietario (accionistas) de una compañía. De igual manera, se considera que el capital refleja las reclamaciones de los propietarios sobre los activos netos de la compañía. Los tenedores de valores de capital normalmente están subordinados a los acreedores, lo que significa que las reclamaciones de los acreedores se liquidan primero. Asimismo, como regla existe una variación entre los tenedores de capital en lo que concierne a la prioridad de las reclamaciones sobre activos fijos. Los tenedores de capital están expuestos al riesgo máximo relacionado con una compañía. Al mismo tiempo, tienen las máximas posibilidades de rendimientos, debido a que tienen derecho a todos los rendimientos una vez que se ha cubierto a los acreedores.

El análisis del capital debe tomar en cuenta varios estándares de medición y declaración en cuanto al capital de los accionistas. Ese análisis debe incluir:

- La clasificación y distinción entre las principales fuentes de financiamiento de capital.
- El estudio de los derechos considerando las clases de accionistas y las prioridades en la liquidación.
- La evaluación de las restricciones legales para la distribución del capital.
- La revisión de las restricciones contractuales, legales y otras sobre la distribución de las ganancias retenidas.
- La evaluación de los términos y provisiones de valores convertibles, opciones de acciones y otros arreglos que implican la emisión potencial de acciones.

Es importante que se distinga entre instrumentos de pasivo y de capital debido a sus diferencias en riesgos y rendimientos. Esto es de una importancia especial cuando los instrumentos financieros tienen características de ambos. Algunas de las preguntas más difíciles que se deben responder son:

- ¿Es un instrumento financiero, como una acción preferente redimible obligatoria o una opción de venta sobre las acciones comunes de una compañía, lo que obliga a una compañía a redimirlo a una cantidad especificada, un instrumento de obligaciones o de capital?
- ¿Es un instrumento financiero, como una garantía de compra de acciones o una opción de compra de acciones por empleados, lo que obliga a una compañía a emitir sus acciones en cantidades especificadas, un instrumento de obligaciones o de capital?
- ¿El derecho de emitir o recomprar las acciones de una compañía en cantidades especificadas, es un instrumento de obligaciones o de capital?
- ¿Es un instrumento financiero que posee características tanto de obligaciones como de capital lo bastante distinto de ambos para merecer una presentación separada? De ser así, ¿cuáles son los criterios para esta presentación?

Las siguientes secciones ayudan a responder a estos y otros aspectos que se enfrentan en el análisis de estados financieros. Estas preguntas volverán a considerarse en otras partes del libro para describir más a fondo las implicaciones del análisis. Esta sección considera primero las acciones de capital y después las ganancias retenidas, los dos componentes principales del capital.

GLOBAL
Los países varían en cuanto a la preferencia que les dan a los acreedores con respecto a los accionistas; por ejemplo, Alemania, Francia y Japón históricamente les dan preferencia a los accionistas.

Acciones de capital

Declaración de las acciones de capital

La manifestación de las acciones de capital incluye una explicación de los cambios en el número de acciones de capital. Esta información se divulga en los estados financieros o en las notas relacionadas. La siguiente lista parcial enumera las razones para los cambios en las acciones de capital, separadas conforme a incrementos y disminuciones.

Fuentes de los incrementos en las acciones de capital en circulación:

- Emisión de acciones.
- Conversión de obligaciones quirografarias y acciones preferentes.
- Emisiones conforme a dividendos en acciones y *splits*
- Emisiones de acciones en adquisiciones y fusiones.
- Emisiones conforme a opciones de acciones y garantías ejercidas.

Fuentes de disminuciones en acciones de capital en circulación:

- Compras y retiros de acciones.
- Recompras de acciones.
- Cambio de acciones disminuyendo el número e incrementando el valor nominal de cada una.

LA MADRE DE TODAS LAS FUSIONES
La fusión más grande de todos los tiempos fue la de America Online Inc., una licitación de 166 000 millones de dólares por todas las acciones de Time Warner, Inc. AOL-Time Warner posteriormente canceló más de 93 000 millones de dólares de crédito comercial reconocido en la fusión.

Otro aspecto importante del análisis de las acciones de capital es la evaluación de las opciones en poder de otros que, cuando se ejercen, hacen que el número de acciones en circulación se incremente y por consiguiente se diluya la propiedad. Estas opciones incluyen:

- Derechos de conversión de obligaciones quirografarias y acciones preferentes en acciones comunes.
- Garantías que les conceden a los tenedores el derecho de canjearlas por acciones conforme a condiciones especificadas.
- Opciones de acciones con planes de compensación y de bonificaciones que requieren emisiones de acciones de capital durante un periodo a precios fijos; algunos ejemplos son los planes de opción de acciones calificadas y los planes de propiedad de acciones de los empleados.
- Compromisos para emitir acciones de capital; un ejemplo son los contratos de fusión que requieren una consideración adicional que depende de que ocurra o no un suceso, como el logro de un nivel específico de ganancias.

REVELACIÓN DE UNA FUSIÓN
Las nuevas reglas contables requieren que las compañías expliquen con más detalles la razón por la cual están haciendo una adquisición. Deben decir qué activos, incluyendo los intangibles como crédito comercial y patentes, están obteniendo a cambio de su dinero.

La importancia de analizar estas revelaciones es alertar sobre el incremento potencial en el número de acciones en circulación. El grado de la dilución de las ganancias y del valor en libros por acción depende de factores, como la cantidad recibida y otros derechos a los que se renuncia cuando se convierten valores. Es necesario reconocer que la dilución es un costo real para una compañía, un costo al que se le concede muy poco reconocimiento formal en los estados financieros. En el apéndice del capítulo 5 se examina el efecto de la dilución sobre las ganancias por acción.

Capital contribuido. El **capital contribuido (o pagado)** es el financiamiento total recibido de los accionistas a cambio de acciones de capital. El capital contribuido por lo común se divide en dos partes. Una parte se asigna al valor nominal o declarado de las acciones de capital: **acciones comunes, acciones preferentes**, o ambas (si la acción no tiene un valor par, entonces se asigna al financiamiento total). El resto se declara como **capital contribuido** (o **pagado**) **en exceso del valor par o declarado** (también llamado *capital adicional pagado*). Cuando se combinan, estas cuentas reflejan las cantidades pagadas por los accionistas para las actividades de financiamiento empresariales. Otras cuentas en la sección de capital contribuido del capital de los accionistas se originan de cargos o créditos de una variedad de operaciones de capital, incluidos: 1) la venta de acciones de tesorería, 2) los cambios de capital originados de las combinaciones de capital, 3) las donaciones de capital, que a menudo se presentan por separado como capital donado), 4) los costos de emisión de acciones y los gastos de fusión y 5) la capitalización de las ganancias retenidas por medio de dividendos de acciones.

Acciones de tesorería. Las **acciones de tesorería** (o *recompras*) son las acciones de una compañía readquiridas después de que se emitieron previamente y se pagaron en su totalidad. La adquisición de acciones de tesorería por una compañía reduce tanto los activos como el capital de los accionistas. De acuerdo con esta operación, las acciones de tesorería no son un activo, son una *cuenta contra capital* (capital negativo). Las acciones de tesorería por lo común se registran al *costo* y el método de presentación más común es deducir el costo de las acciones de tesorería del total del capital de los accionistas. Cuando las compañías registran las acciones de tesorería a su valor nominal, normalmente las declaran como un contra (reducción de) su clase de acciones relacionada.

Clasificación de las acciones de capital

Las **acciones de capital** son acciones emitidas a los tenedores de capital a cambio de activos y servicios. Hay dos tipos básicos de acciones de capital: preferentes y comunes. También hay varias variaciones dentro de cada una de esas dos clases de acciones.

Acciones preferentes. Las **acciones preferentes** son una clase especial de acciones que poseen preferencias, o características que no disfrutan las acciones comunes. Las características más representativas vinculadas con las acciones preferentes incluyen:

- Preferencias de distribución de dividendos, que incluyen características de participación y acumulativas.
- Prioridades de liquidación. Son de particular importancia ya que la discrepancia entre el valor nominal y el de liquidación de las acciones preferentes puede ser considerable. Por ejemplo, Johnson Controls emitió acciones preferentes con un valor nominal de un dólar y un valor de liquidación de 51.20 dólares.
- Convertibilidad (redención) en acciones comunes. La SEC requiere una presentación separada de estas acciones cuando las acciones preferentes poseen características de deuda (por ejemplo, requerimientos de redención).
- No hay derechos de votación, lo que puede cambiar con los cambios en partidas tales como atrasos en los dividendos.
- Cláusulas de compra. Usualmente protegen a los accionistas preferentes contra una redención prematura (las primas de compra a menudo disminuyen con el tiempo).

Aun cuando los accionistas preferentes por lo común tienen prioridad sobre los accionistas comunes, los derechos de los accionistas preferentes a los dividendos normalmente son fijos. Sin embargo, sus derechos a los dividendos pueden ser acumulativos, lo que significa que tienen derecho a atrasos (años previos) de dividendos antes de que los accionistas comunes reciban cualesquiera dividendos.

Entre las clases de acciones preferentes, se encuentra una variedad de preferencias relacionadas con los derechos de dividendos y de liquidación. Una distinción importante entre los accionistas preferentes y los acreedores es que los primeros por lo común no tienen derecho a exigir la redención de sus acciones. Sin embargo, algunas acciones preferentes poseen fechas de redención determinadas que pueden incluir fondos de amortización, es decir, fondos acumulados para repagos esperados. Las características de las acciones preferentes que hacen que sean más semejantes a las acciones comunes incluyen derechos de participación de dividendos, derechos de votación y derechos de conversión en acciones comunes. Las acciones preferentes a menudo tienen un valor nominal, pero es necesario que no sea la cantidad por la cual se emitió originalmente.

Acciones comunes. Las **acciones comunes** son una clase de acciones que representan un interés de propiedad e incorporan los riesgos y las recompensas finales del desempeño de la compañía. Las acciones comunes representan **intereses residuales** –no tienen preferencia, pero obtienen una utilidad neta residual y absorben las pérdidas netas–. El valor nominal de las acciones comunes es una cuestión de importancia legal e histórica, que por lo general carece de importancia para el análisis moderno de los estados financieros.

En ocasiones hay más de una clase de acciones comunes en el caso de las grandes compañías. Las distinciones entre las clases de acciones comunes por lo común son diferencias en los derechos a dividendos, de votación y otros.

Análisis de las acciones de capital

Las partidas que constituyen el capital de los accionistas por lo común no tienen un efecto marcado sobre la determinación del ingreso, y como consecuencia, no afectan de manera crítica el análisis del ingreso. La información más pertinente para el análisis se relaciona con la composición de las cuentas de capital y las restricciones aplicables de éstas. La composición del capital es importante debido a las provisiones que afectan a los derechos residuales de las acciones comunes, y por consiguiente, los derechos, riesgos y rendimientos de los inversionistas de capital. Esas provisiones incluyen derechos de participación de dividendos, derechos de conversión y una variedad de opciones y condiciones que caracterizan a los valores complejos que con frecuencia se emiten conforme a contratos de fusión, la mayoría de los cuales diluyen el capital común. Es importante que se reconstruyan y expliquen los cambios en esas cuentas de capital.

PUNTO DE VISTA DEL ANÁLISIS ...USTED ES EL ADMINISTRADOR

Usted está buscando una oportunidad para invertir. Reduce su búsqueda a una compañía con dos valores diferentes: acciones comunes y 10% de acciones preferentes. Los rendimientos para ambos valores (incluidos dividendos y apreciación del precio) en los últimos años han sido continuamente de alrededor de 10%. ¿En cuál valor invertiría usted?

Respuesta, página 174

Utilidades retenidas

Las **utilidades retenidas** son el capital ganado de una compañía. La cuenta de utilidades retenidas refleja la acumulación de las ganancias o pérdidas no distribuidas de una compañía desde sus inicios. Esto contrasta con las cuentas de acciones de capital y capital adicional pagado, que constituyen el capital con el que contribuyeron los accionistas. Las ganancias retenidas son la

principal fuente de distribuciones de dividendos a los accionistas. Aun cuando algunos estados de Estados Unidos permiten las distribuciones a los accionistas del capital adicional pagado, esas distribuciones representan distribuciones de capital (no de ganancias).

Efectivo y dividendos de acciones

Un **dividendo en efectivo** es una distribución de efectivo a los accionistas. Es la forma más común de dividendo y, una vez declarado, es una obligación de la compañía. Otra forma de dividendo es el *dividendo en especie*, o dividendo de propiedad. Estos dividendos son pagaderos en los activos de una compañía, en bienes o en acciones de otra corporación. Esos dividendos se valúan al valor de mercado de los activos distribuidos.

EXTRACTO DEL ANÁLISIS

Ranchers Exploration y Development Corp., distribuyeron un dividendo en especie utilizando lingotes de oro. Asimismo, Dresser Industries pagó un dividendo en especie con "una distribución de una acción de INDRESCO por cada cinco acciones de las acciones comunes de la compañía".

Un **dividendo en acciones** es una distribución de las propias acciones de una compañía a los accionistas sobre una base proporcional. De hecho, representa una capitalización permanente de las ganancias. Los tenedores de acciones reciben acciones adicionales a cambio de la reasignación de las ganancias retenidas a las cuentas de capital. La contabilidad de *pequeños dividendos de acciones* (u *ordinarios*), por regla general menores de 20% a 25% de las acciones en circulación, requiere que el dividendo de acciones se valúe a su valor de mercado en la fecha de declaración. Los *dividendos grandes de acciones* (o escisiones efectuadas en forma de un dividendo), usualmente mayores al 25% de las acciones en circulación, requieren que el dividendo de las acciones se valúe al valor nominal de las acciones emitidas. No se debe caer en el error de añadir un valor sustantivo a los dividendos de acciones; es decir, emplear una palabra o una frase para designarlos. En ocasiones, las compañías promueven las inferencias de esa naturaleza en su propio beneficio, como se muestra aquí:

EXTRACTO DEL ANÁLISIS

Wickes Companies anunció un dividendo de acciones "en vez del dividendo trimestral en efectivo". Su administración declaró que ese "dividendo de acciones continúa con el récord ininterrumpido de pagos de dividendos por 88 años de Wickes".

Restricciones sobre las ganancias retenidas

Las ganancias retenidas se pueden restringir en lo concerniente al pago de dividendos por efecto de convenios contractuales, como convenios de préstamo, o mediante una acción del consejo de administración. Las **restricciones** (o **convenios**) **sobre las utilidades retenidas** son restricciones o requerimientos concernientes a la retención de cierta cantidad de ganancias retenidas. Una restricción importante implica limitaciones sobre la distribución de dividendos de una compañía. Los instrumentos de emisión de bonos y los contratos de préstamo constituyen las fuentes típicas de estas limitaciones. Las **apropiaciones de utilidades retenidas** son reclasificaciones de las ganancias retenidas para propósitos específicos. Mediante una acción de la administración, y con la aprobación del consejo de administración obrando de acuerdo con los requerimientos legales, las compañías se pueden apropiar las utilidades retenidas. La apropiación de las utilidades

retenidas reconoce que la compañía no pretende distribuir esas cantidades como dividendos, sino más bien reservarlas para un propósito específico. Ninguna de estas restricciones hace a un lado el efectivo. Sólo sirven para notificar a los inversionistas que el futuro pago de dividendos está restringido en cierta forma.

Escisiones de acciones y divisiones de acciones

Las compañías a menudo hacen una desinversión de las subsidiarias, ya sea en una venta directa o como una distribución a los accionistas. La venta de una subsidiaria se contabiliza de la misma manera que la venta de cualquier otro activo: se reconoce una ganancia (pérdida) sobre la venta para la diferencia entre la consideración recibida y el valor en libros de la inversión en la subsidiaria. Las distribuciones de las acciones de la subsidiaria a los accionistas pueden asumir una de dos formas:

Escisión, la distribución de las acciones de la subsidiaria a los accionistas como un dividendo; los activos (la inversión en la subsidiaria) se reducen al igual que las utilidades retenidas.

División, el canje de acciones de la subsidiaria propiedad de la compañía a cambio de acciones en la compañía propiedad de los accionistas; los activos (la inversión en la subsidiaria) se reducen y las acciones recibidas de los accionistas se tratan como acciones de tesorería.

Si estas operaciones afectan a los accionistas sobre una base proporcional (igual), la inversión en la subsidiaria se distribuye a su valor en libros. En el caso de distribuciones no proporcionales, la inversión se actualiza primero a su valor de mercado, lo que resulta en una ganancia sobre la distribución, y el valor de mercado de la inversión se distribuye entre los accionistas.

Para ilustrar, examínese la división por AT&T de la subsidiaria Wireless como una compañía separada mediante un canje de las acciones de la subsidiaria inalámbrica propiedad de AT&T por acciones de AT&T propiedad de los accionistas de ésta. Debido a que el canje fue una distribución no proporcional, las acciones se actualizaron a su valor de mercado previo al canje, lo que resultó en una ganancia de 13 500 millones de dólares, como se manifiesta a continuación:

EXTRACTO DEL ANÁLISIS

El 9 de julio de 2001, AT&T terminó la escisión de AT&T Wireless como una compañía separada, que cotizaba independientemente en bolsas de valores. Todas las acciones de AT&T Wireless Group se convirtieron en acciones comunes de AT&T Wireless sobre una base de una a una, y 1 136 millones de acciones de las acciones comunes de AT&T Wireless en poder de AT&T se distribuyeron entre los propietarios de acciones comunes de AT&T sobre una base de 1 609 acciones de AT&T Wireless por cada acción en circulación de AT&T. Los propietarios de acciones comunes de AT&T recibieron acciones totales de las acciones comunes de AT&T y pagos en efectivo por acciones fraccionarias. El Internal Revenue Service (IRS, Servicio Fiscal Interno) decretó que la operación calificaba como libre de impuestos para AT&T y sus accionistas para propósitos del impuesto del ingreso sobre la renta federal de Estados Unidos, con excepción del efectivo recibido por las acciones fraccionarias. La escisión de AT&T Wireless resultó en una ganancia no en efectivo libre de impuestos sobre la disposición de las operaciones discontinuadas de 13 500 millones de dólares, que representaban la diferencia entre el valor justo de las acciones de AT&T Wireless a la fecha de la escisión y el valor en libros de AT&T Wireless de AT&T.

Después, AT&T escindió su subsidiaria Broadband en relación con la adquisición de ésta por Comcast. La escisión se llevó acabo como una distribución proporcional a los accionistas y, en consecuencia, se registró a su valor justo de mercado, lo que resultó en una ganancia de 1 300 millones, como se declara a continuación:

EXTRACTO DEL ANÁLISIS

El 18 de noviembre de 2002, AT&T escindió AT&T Broadband, que se componía principalmente del segmento de AT&T Broadband, a los accionistas de AT&T. El Internal Revenue Service (IRS) decretó que la operación calificaba como libre de impuestos para AT&T y nuestros accionistas para propósitos del impuesto sobre la renta federal de Estados Unidos, con excepción del efectivo recibido por las acciones fraccionarias. En relación con la escisión no proporcional de AT&T Broadband, AT&T actualizó contablemente los activos netos de AT&T Broadband a su valor justo. Esto resultó en una ganancia no en efectivo sobre la disposición de 1 300 millones de dólares, que representaba la diferencia entre el valor justo de AT&T Broadband en la fecha de la escisión y el valor en libros de AT&T Broadband de AT&T, neto de algunos cargos causados por la escisión y su efecto relacionado sobre el impuesto sobre la renta. Estos cargos incluían el gasto de compensación debido a la transferencia acelerada de las opciones de acciones, así como al mejoramiento de ciertos planes de incentivo.

En ambos casos, las operaciones con los accionistas de AT&T no fueron proporcionales, lo que significa que los diferentes grupos de accionistas de AT&T fueron tratados en forma diferente. Si esas operaciones se hubieran efectuado sobre una base proporcional (y todos los accionistas hubieran recibido su parte proporcional de la distribución), las acciones de la subsidiaria se habrían distribuido al valor en libros y no se habría reconocido ninguna ganancia. El análisis debe reconocer estas ganancias transitorias y no en efectivo cuando se evalúe el ingreso.

Ajustes previos al periodo

Los **ajustes previos al periodo** son principalmente correcciones de errores en los estados financieros del periodo previo. Las compañías los excluyen del estado de resultados y los manifiestan como un ajuste (neto de impuestos) al saldo inicial de ganancias retenidas.

PUNTO DE VISTA DEL ANÁLISIS ***...USTED ES EL ACCIONISTA***

Usted posee acciones comunes de una compañía. El precio de las acciones de esa compañía se duplicó durante los últimos 12 meses y en la actualidad se venden en 66 dólares. El día de hoy, la compañía anuncia una 'división de acciones de tres por una, efectuada en forma de un dividendo'. ¿Cómo interpreta usted este anuncio?

Respuesta, página 174

Valor en libros por acción

Cálculo del valor en libros por acción

El **valor en libros por acción** es la cantidad por acción resultante de la liquidación de una compañía a las cantidades manifestadas en el balance. *Valor en libros* es un término usual que se refiere al valor neto del activo, es decir, el total de activos reducido por las reclamaciones contra ellos. El *valor en libros de las acciones comunes* es igual a los activos totales menos los pasivos y las reclamaciones de valores que tienen prioridad sobre las acciones comunes (como acciones preferentes) a las cantidades manifestadas en el balance (pero también puede incluir reclamaciones no registradas de valores con mayor prioridad). Un medio sencillo de calcular el valor en libros es sumar las cuentas de acciones de capital y restar a ese total cualquier reclamación de mayor prioridad no reflejada en el balance (incluidos atrasos de dividendos de acciones preferentes, primas de liquidación, u otras preferencias de activos a las cuales tienen derecho las acciones preferentes).

La sección de capital de los accionistas de Kimberly Corp. para los periodos que terminaron en los años 4 y 5 se reproduce a continuación como un ejemplo de la medición del valor en libros por acción:

	Año 5	Año 4
Acción preferente, 7% acumulativa, valor nominal 100 dólares (4 000 000 autorizadas; 3 602 811 acciones en circulación)	$ 360 281 100	$ 360 281 100
Acciones comunes, valor nominal 16.67 dólares (90 000 000 acciones autorizadas; 54 138 137 acciones en circulación al 31 de diciembre del año 5, y 54 129 987 acciones al 31 de diciembre del año 4	902 302 283	902 166 450
Ganancias retenidas	2 362 279 244	2 220 298 288
Capital total de los accionistas	$3 624 862 627	$3 482 745 838

Nota: Las acciones preferentes no son de participación y son rescatables a 105. Los dividendos para el año 5 están atrasados.

A continuación se presenta el cálculo del valor en libros por acción tanto para las acciones comunes como para las acciones preferentes a finales del año 5:

	Preferentes	Comunes	Total
Acciones preferentes* (valor nominal, 100 dólares)	$360 281 100		$ 360 281 100
Dividendos atrasados (7%)	25 219 677		25 219 677
Acciones comunes		$ 902 302 283	902 302 283
Utilidades retenidas (netas de la cantidad atribuida a los dividendos atrasados)		2 337 059 567	2 337 059 567
Total	$385 500 777	$3 239 361 850	$3 624 862 627
Divido entre el número de acciones en circulación	3 602 811	54 138 137	
Valor en libros por acción	$107.00	$59.84	

**La prima de rescate por lo común no entra en el cálculo del valor en libros por acción, debido a que la provisión de rescate es a opción de la compañía.*

Relevancia del valor en libros por acción

El valor en libros realiza una función importante en el análisis de estados financieros. Las aplicaciones incluyen las siguientes:

- El valor en libros, con ajustes potenciales, se utiliza con frecuencia para evaluar los términos de la fusión.
- El análisis de las compañías constituidas principalmente de activos líquidos (financiamiento, inversión, seguro e instituciones bancarias) depende en gran parte de los valores en libros.
- El análisis de los bonos de grado elevado y de las acciones preferentes concede una importancia considerable a la cobertura de activos.

Estas aplicaciones se deben reconocer en las consideraciones contables que intervienen en el cálculo del valor en libros por acción, como las siguientes:

- Los valores de traslado de activos, en particular activos de larga vida como inmuebles, planta y equipo, por lo común se declaran al costo y difieren marcadamente de los valores de mercado.
- Los activos intangibles generados internamente a menudo no se reflejan en el valor en libros, ni son activos contingentes con una probabilidad razonable de ocurrencia.

Además, a menudo son necesarios otros ajustes. Por ejemplo, si las acciones preferentes tienen características de deuda, es apropiado tratarlas como deuda a la tasa de interés prevaleciente. En resumen, el valor en libros es una herramienta analítica valiosa, pero se debe aplicar con discriminación y conocimiento.

Pasivo al "borde" del capital

Esta sección describe dos partidas que tienen características tanto de pasivo como de capital: acciones preferentes redimibles e interés minoritario.

Acciones preferentes redimibles

Los analistas deben estar alerta en cuanto a los valores de capital (por lo común acciones preferentes) que poseen cláusulas obligatorias de redención que las hacen más semejantes a la deuda que al capital. Estos valores requieren que una compañía pague fondos en fechas específicas. Un verdadero valor de capital no impone esos requisitos. Existen ejemplos de estos valores, disfrazados de acciones preferentes, utilizados por muchas compañías. El informe anual de Tenneco se refiere a su cláusula de redención de acciones preferentes en los siguientes términos:

EXTRACTO DEL ANÁLISIS

Los vencimientos totales aplicables a las emisiones de acciones preferentes en circulación al 31 de diciembre de 20X1, son cero para el año 20X2, 10 millones de dólares para el año 20X3 y 23 millones para cada uno de los años 20X4, 20X5 y 20X6.

La SEC establece que las acciones preferentes redimibles son diferentes del capital propio ordinario y *no* se deben incluir en el capital de los accionistas ni combinarse con valores de capital no redimibles. La SEC también constriñe a divulgar los términos de la redención y los datos del vencimiento de cinco años. Los estándares contables requieren la revelación de los requerimientos de redención de las acciones redimibles para cada uno de los cinco años subsiguientes a la fecha del balance. Las compañías cuyas acciones no cotizan en bolsas de valores no están sujetas a los mandatos de la SEC y pueden seguir manifestando las acciones preferentes redimibles como capital. Con todo, el análisis las debe tratar por lo que son, una obligación de pagar en efectivo en una fecha futura.

APÉNDICE 3A. CONTABILIDAD Y ANÁLISIS DEL ARRENDAMIENTO: ARRENDADOR

Muchas compañías de fabricación arriendan sus productos en vez de venderlos directamente. Algunos ejemplos son IBM y Caterpillar. Otras compañías, como General Electric, actúan como intermediarias financieras comprando los activos a los fabricantes y arrendándolos al usuario final. El arrendamiento se ha convertido en un ingrediente importante en las ventas de productos y en la actualidad también es un factor importante en el análisis de estados financieros. Este apéndice describe brevemente la contabilidad y el análisis de arrendamientos desde la perspectiva de un arrendador. La contabilidad de arrendamientos por el arrendador es similar a la de los arrendatarios. Con excepciones menores, el arrendador clasifica el arrendamiento como de operación o de capital para que coincida con la clasificación del arrendatario. Si se clasifica como un arrendamiento de operación, el activo arrendado sigue apareciendo en el balance del arrendador y los pagos de la renta se tratan como ingreso cuando se reciben. El arrendador sigue registrando el gasto de depreciación sobre el activo arrendado. La diferencia entre el ingreso de renta y el gasto de depreciación es la utilidad del arrendador sobre el arrendamiento.

Si el arrendamiento se clasifica como de capital, el arrendador elimina el activo arrendado de su balance y registra una cuenta por cobrar igual a la suma de los pagos mínimos esperados del arrendamiento. La diferencia entre la cuenta por cobrar y el activo eliminado del balance se clasifica como un pasivo, o ingreso no ganado, que se reduce y se registra como ingreso ganado periódicamente a lo largo de la vida del arrendamiento. Dos tipos de arrendamientos son importantes desde el punto de vista del arrendador:

1. **Arrendamiento tipo venta.** En este caso, el costo del activo arrendado es diferente de su valor justo de mercado en la fecha del arrendamiento. Esta situación podría surgir, por ejemplo, con una compañía como IBM que fabrica computadoras y las arrienda a sus clientes. En este caso, los contadores adoptan el punto de vista de que el activo se ha vendido y de que IBM ha llevado a cabo una operación de financiamiento subsiguiente con el arrendatario. Como resultado, IBM registra una venta, el costo de los bienes vendidos y la utilidad bruta en el momento en que se lleva a cabo el arrendamiento. Por consiguiente, IBM registra la utilidad bruta en el momento en que se firma el arrendamiento de la computadora y la utilidad del arrendamiento a lo largo de la vida del mismo igual a su ingreso no ganado cuando se firma el arrendamiento. Además, puesto que el activo arrendado se ha eliminado del balance, IBM ya no registra el gasto de depreciación.
2. **Arrendamiento de financiamiento directo.** Las compañías como General Electric Capital Corporation llevan a cabo arrendamientos de financiamiento directo. En este caso, GECC está actuando como un banco. Le compra el activo al fabricante y lo arrienda directamente el cliente. En este caso, el valor del arrendamiento (valor presente de los pagos de arrendamiento por cobrar) es igual al costo del activo comprado y no se registra ni una venta ni una utilidad bruta. En vez de ello, GECC reconoce el ingreso del arrendamiento gradualmente a lo largo de la vida del arrendamiento.

ANÁLISIS DE LAS IMPLICACIONES

El análisis las implicaciones de arrendamientos son similares a las que supone cualquier extensión de crédito. Se debe estar consciente de los riesgos inherentes de cualquier extensión de crédito. Primero, se requiere un análisis de lo adecuado de la reserva para cuentas por cobrar de arrendamientos incobrables en comparación con la experiencia de pérdidas del arrendador. Y segundo, reconocer que las cuentas por cobrar del arrendamiento se cobrarán durante un periodo de años y comparar la vida promedio de la cartera de arrendamientos con la del pasivo de la compañía. Es decir, es inapropiado financiar arrendamientos de tasa fija de duración intermedia con una deuda de tasa flotante a corto plazo.

Los arrendadores a menudo agrupan contratos de servicio con arrendamientos con el fin de obtener un ingreso adicional. Conforme a los GAAP, el ingreso de los contratos de servicio se debe reconocer proporcionalmente a lo largo de la vida del contrato. En un esfuerzo para fomentar las ventas y las utilidades del periodo actual, las compañías han tratado de acelerar el reconocimiento del ingreso de los contratos de servicio registrando relativamente más del contrato inicial en el arrendamiento mismo, incrementando así las ventas y la utilidad bruta y reduciendo los futuros pagos conforme al contrato de servicio. Xerox es una de las compañías cuestionada por la SEC a causa de esta práctica. Los analistas deben estar conscientes de esta posibilidad y examinar cuidadosamente los componentes relativos de la mezcla de ingreso de arrendamiento e ingreso de servicio en las ventas totales de la compañía.

VENTA CON ARRENDAMIENTO

Una operación de **venta con arrendamiento** implica la venta de un activo propio y la ejecución de un arrendamiento sobre el mismo activo. Las compañías a menudo utilizan las ventas con arrendamiento para liberar efectivo de los activos existentes, principalmente bienes raíces. Por lo general, cualquier utilidad obtenida sobre el valor del activo vendido se debe diferir y reconocer a lo largo de la vida del arrendamiento como una reducción del gasto de arrendamiento.

APÉNDICE 3B. DETALLES ESPECÍFICOS DE LA CONTABILIDAD PARA BENEFICIOS POSTERIORES A LA JUBILACIÓN

ASPECTOS ECONÓMICOS DE LA CONTABILIDAD DE PENSIONES

En esta sección se examinan los aspectos económicos en que se sustenta la contabilidad de planes definidos de beneficios de pensión. El siguiente ejemplo se utiliza para ilustrar esta discusión:

- Considere un plan de pensión con un solo empleado, J. Smith, quien se unió al plan hace exactamente cinco años, el 1 de enero de 2001. Smith se debe jubilar el 31 de diciembre de 2025 y se espera que viva 10 años más después de su jubilación.
- La compensación actual de J. Smith es de 10 000 dólares anuales. Los estimados actuariales indican que se espera que la compensación se incremente en 4% anual durante los próximos 20 años.
- El plan de pensión especifica la siguiente fórmula para determinar la prestación de pensión del empleado: "La pensión anual es igual a la compensación de una semana en el momento de la jubilación, multiplicada por el número de años trabajados bajo el plan." Los empleados adquieren sus derechos cuatro años después de unirse al plan.
- Al 31 de diciembre de 2005, el valor justo de los activos en el fondo de pensión es de 2 000 dólares. En 2006, el empresario contribuye con 200 dólares al fondo de pensión.
- El rendimiento sobre los activos de pensión es 22% en 2006. Se espera que el rendimiento a largo plazo sea 10% anual.
- La tasa de descuento es 7% anual.

OBLIGACIÓN DE PENSIÓN

La figura 3B.1 explica el cálculo de la obligación de pensión, en conformidad con otras hipótesis, para el ejemplo de J. Smith. Primero se determina la obligación de pensión al 31 de diciembre de 2005. Este cálculo se explica en las dos columnas tituladas "Fórmula de 2005". Se describen dos definiciones optativas para la obligación de pensión:

Figura 3B.1 ***Determinación de las obligaciones de pensión conforme a diferentes hipótesis: Smith ejemplo de J.***

	FÓRMULA 2005			FÓRMULA 2006 CAMBIO DE HIPÓTESIS	
	Actual	Proyectado(a)	Proyectado(a)	Actuarial	Plan
Al 31 de diciembre de 2025 (jubilación)					
Salario por año	$10 000	$21 911	$21 911	$26 533	$26 533
Pensión por año	962	2 107	2 528	3 061	4 592
Valor presente de la pensión	6 753	14 798	17 757	21 503	32 254
Al 31 de diciembre de 2005					
Valor presente de la pensión	1 745	3 824			
Al 31 de diciembre de 2006					
Valor presente de la pensión		4 091	4 910	5 946	8 919

1. La **obligación de prestación acumulada (ABO, Accumulated benefit obligation)** es el valor actuarial presente de las futuros beneficios de pensión pagaderas a los empleados a su jubilación, basado en la compensación *actual* y los años de servicio de éstos hasta la fecha. (El término *actuarial* significa que se basa en hipótesis, como expectativa de vida y rotación de empleados.) Este valor presente es equivalente a la obligación actual de un empresario si el plan se suspende inmediatamente. El cálculo de la ABO para el ejemplo de J. Smith se ilustra en la columna titulada "Actual" de la figura 3B.1. Debido a que J. Smith ha participado en el plan durante cinco años, la prestación de pensión anual, dada la compensación actual, es de 962 dólares (5/52 × 10 000 dólares). Esta prestación de pensión se puede considerar como una anualidad fija de 962 dólares por año durante 10 años. Dada una tasa de descuento de 7% anual, el valor de esos beneficios de pensión en el momento de la jubilación es de 6 753 dólares [7.0236 (de las tablas de interés) × 962 dólares]. Esto significa que todo el flujo de futuros beneficios de pensión está representado por un solo pago total de 6 753 dólares el 31 de diciembre de 2025. El valor presente de esta cantidad después de finales de 2005, o 1 745 dólares [calculado como 6 753 dólares × 0.2584 (de las tablas de interés)], es la obligación de prestación acumulada (ABO).
2. La **obligación de prestación proyectada (PBO, projected benefit obligation)** es el estimado actuarial de los futuros beneficios de pensión pagaderos a los empleados a su jubilación basado en la compensación *futura esperada* y los años de servicio hasta la fecha. Este estimado es un estimado más realista de la obligación de pensión. En el ejemplo, se espera que el salario de J. Smith se incremente en 4% anual. El cálculo de la PBO para el ejemplo de J. Smith se muestra en la columna titulada "Proyectado(a)" de la figura 3B.1. El PBO al 31 de diciembre de 2005 es de 3 824 dólares. La única diferencia entre la ABO y la PBO es que cuando se determina el pago periódico de la pensión se considera el salario esperado en el momento de la jubilación (21 911 dólares) en vez del salario actual de J. Smith (10 000 dólares). El salario esperado se estima utilizando el crecimiento anual de la compensación de 4% [calculado como $10\,000 \times (1.04)^{20}$]. Si se emplea el salario actual, la ABO subestimaría la obligación de pensión.

ACTIVOS DE LA PENSIÓN Y ESTADO FONDEADO

El valor de mercado de los activos del plan al 31 de diciembre de 2005, en el ejemplo de J. Smith, se establece en 2 000 dólares. Aun cuando el valor de los activos excede a la ABO, es más bajo que la PBO. La diferencia entre el valor de los activos del plan y la PBO se conoce como **estado fondeado** del plan. Se dice que un plan tiene *exceso de fondos* cuando el valor de los activos de la pensión excede a la PBO. Tiene *fondos insuficientes* cuando el valor de los activos de la pensión es menor que la PBO. El estado fondeado del plan refleja la **posición económica neta** de éste, definida como la PBO menos el valor de los activos del plan. El plan de J. Smith tiene una insuficiencia de fondos de 1 824 dólares (3 824 - 2 000).

Hay varias razones para el exceso de fondos, entre otras una acumulación de fondos libres de impuestos, un desempeño sobresaliente de la compañía, o un desempeño mejor de lo esperado de la inversión de fondos. Los especialistas en tomas hostiles de compañías (*company raiders*) en ocasiones consideran los planes de pensión con exceso de fondos como fuentes de fondos para ayudarlos a financiar sus adquisiciones. Las implicaciones de los planes de pensión con exceso de fondos incluyen:

- Las compañías pueden descontinuar o reducir las contribuciones al fondo de pensión hasta que los activos de la pensión sean iguales o inferiores a la PBO. Las contribuciones reducidas o discontinuas tienen implicaciones en el estado de resultados y el flujo de efectivo.
- Las compañías pueden retirar el exceso de activos. Las cantidades recuperadas están sujetas a impuestos sobre utilidades. Debido a que las compañías a menudo utilizan el fondeo de pensiones como una protección contra los impuestos, a menudo se imponen impuestos de reversión sobre el consumo.

PROBLEMAS LABORALES

En un periodo reciente de cinco años, el Departamento de Trabajo de Estados Unidos (www.dol.gov/dol/pwba) abrió 24 523 investigaciones civiles y 660 penales de planes de pensión en que se sospechaba el mal uso del dinero de los empleados.

También hay razones para explicar los fondos insuficientes, entre otras un mal desempeño de la inversión, cambios en las reglas de pensión como otorgar beneficios retroactivos, y contribuciones inadecuadas del empresario. Sin embargo, los empresarios están sujetos a ciertos requerimientos legales mínimos de fondeo.

COSTO DE LA PENSIÓN

El costo económico de la pensión (o gasto) es el costo neto que proviene de los cambios en la posición económica para el periodo.[4] El costo económico de la pensión incluye los componentes recurrentes (normales) y los no recurrentes (o anormales) a la vez. Cualquier rendimiento sobre los activos del plan de pensión se utiliza para compensar estos costos al llegar a un costo económico neto de la pensión.

El *costo recurrente de la pensión* incluye dos componentes:

1. El **costo de servicio** es el valor presente actuarial de la prestación de pensión ganada por los empleados, basado en la fórmula de la prestación de pensión. Es el incremento en la obligación de prestación proyectada que aparece cuando los empleados trabajan durante otro periodo. El costo de servicio surge sólo en los planes donde la cantidad de la pensión se basa en los periodos de servicio.
2. El **costo de interés** es el incremento en la obligación de prestación proyectada que ocurre cuando los pagos de la pensión están a un periodo de hacerse. Este costo aparece por efecto de que la PBO es el valor presente de los futuros beneficios de pensión, que se incrementa a lo largo del tiempo debido al *valor del dinero en cuanto al tiempo*. El costo de interés se calcula multiplicando la PBO del periodo inicial por la tasa de descuento.

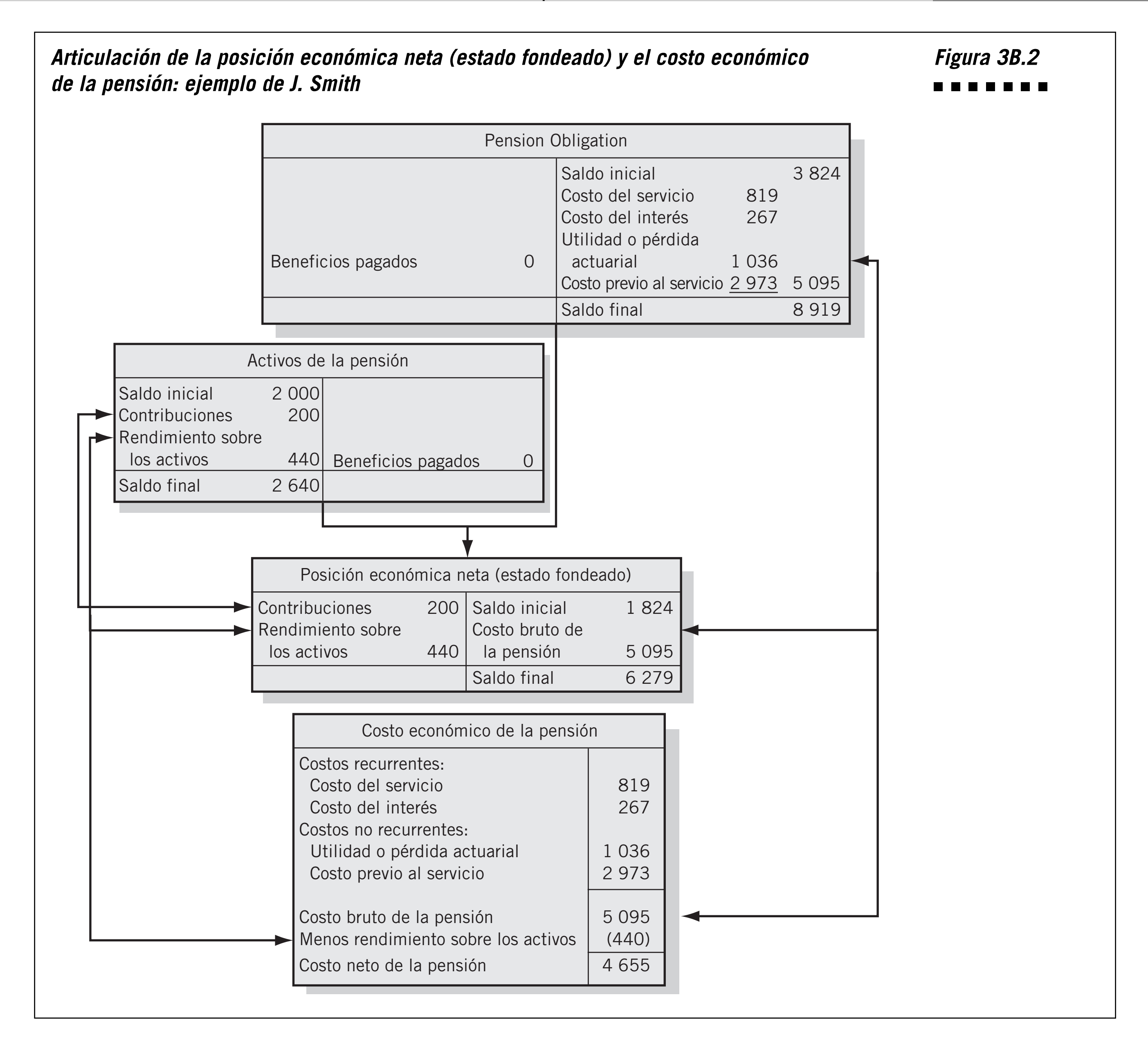
Estos costos recurrentes se explican volviendo al ejemplo de J. Smith. Véase la columna titulada "Proyectado(a)" bajo el encabezado principal de "Fórmula 2006" en la figura 3B.1. La PBO a finales de 2006 es de 4 910 dólares, un incremento de 1 086 a partir de 2005 (recuerde que la PBO en 2005 era de 3 824 dólares). ¿Qué es lo que impulsa este incremento? Hay dos factores. En primer lugar, aun cuando la compensación de Smith no ha cambiado, la prestación de pensión por año se incrementa en 2006 (de 2 107 dólares a 2 528 dólares). Este incremento ocurre como consecuencia de que la pensión de Smith en 2006, conforme a la fórmula, se basa en una compensación de seis semanas y no en una compensación de cinco semanas (como en 2005). El efecto de este cambio se determina comparando los valores presentes de los beneficios de pensión al 31 de diciembre de 2006, utilizando la fórmula de 2005 comparada con la fórmula de 2006. De manera específica, el valor presente utilizando la fórmula de 2005 es 4 091 dólares, que es 819 dólares menos que el valor presente utilizando la fórmula de 2006. Esto significa que la PBO se incrementa en 819 dólares en 2006, debido a que Smith trabaja un año adicional, de ahí el término de costo de *servicio*. Enseguida compare los valores presentes utilizando la fórmula de 2005 a finales de 2005 y 2006. Los valores presentes de futuros beneficios idénticos, representados por la suma global idéntica de 14 798 dólares a finales de 2005, se incrementan de 3 824 dólares en 2005 a 4 091 en 2006. Este incremento de 267 dólares se debe al valor del dinero en cuanto al tiempo; de ahí el término de costo de *interés* (el costo de interés también se calcula como 7% × 3 824 dólares).

El *costo de pensión no recurrente,* que proviene de sucesos, como cambios en las suposiciones actuariales o en las reglas del plan, incluye dos componentes:

1. La **ganancia o pérdida actuarial** es el cambio en la PBO que ocurre cuando se revisan una o más suposiciones actuariales al estimar la PBO. Una tasa de descuento revisada es la fuente de revisión más frecuente, debido a que depende de la tasa de interés prevaleciente

[4] Se hace referencia a este costo como costo económico de la pensión para distinguirlo del costo manifestado de la pensión, que se determina con arreglo a los GAAP y que se discute en la siguiente sección.

Articulación de la posición económica neta (estado fondeado) y el costo económico de la pensión: ejemplo de J. Smith ***Figura 3B.2***



en la economía. Otras suposiciones que cambian son los índices de mortalidad, la rotación de empleados y los índices de crecimiento de la compensación. La alteración de estas suposiciones tiene efectos importantes sobre la PBO y, por consiguiente, sobre el costo económico de la pensión.

2. El **costo previo al servicio** proviene de los cambios en las reglas del plan de pensión en las PBO. El costo previo al servicio incluye beneficios de pensión retroactivas otorgadas al inicio de un plan de pensión, o los beneficios creados por modificaciones al plan que por lo común ocurren durante los regateos colectivos o las negociaciones laborales. Estos cambios a menudo son retroactivos y ofrecen un crédito por los servicios previos de los empleados.

Estos costos no recurrentes se explican volviendo al ejemplo de J. Smith. En primer lugar, considérese un cambio actuarial: suponga que el actuario cambia la suposición concerniente al índice de crecimiento de la compensación de 4% a 5%. Debido a que esta suposición cambia, la compensación estimada de Smith en el momento de su jubilación se incrementa de 21 911 dólares a 26 533

dólares (véase la columna "Actuarial", debajo del encabezado principal "Cambio de suposición", en la figura 3B.1). Este cambio también incrementa la PBO a finales de 2006 en la cantidad de 1036 dólares (de 4910 dólares a 5946 dólares), lo que representa una pérdida actuarial.

Además, supóngase que la fórmula de la pensión cambia a una compensación de una semana y media por año de servicio (en lugar de una semana por año de servicio). Este efecto se muestra en la columna titulada "Cambio de suposición, Plan" en la figura 3B.1. Esto resulta en que la prestación de pensión por año se incrementa 50%, de 3061 dólares a 4592 dólares. Lo anterior también produce un incremento correspondiente de 2973 dólares (8919 dólares − 5946 dólares) en la PBO. Puesto que este cambio compensa a Smith por cualquier servicio previo, representa un costo previo al servicio.

El último componente para llegar al costo económico neto de la pensión consiste en ajustar en cuanto al rendimiento real sobre los activos del plan:

- El **rendimiento real sobre los activos del plan** son las ganancias del plan de pensión. Las ganancias sobre los activos del plan se componen de: *ingreso de la inversión,* apreciación del capital y dividendos e interés recibidos, menos honorarios de administración, más *apreciación realizada y no realizada* (o menos depreciación) de otros activos del plan. El rendimiento sobre los activos del plan por lo común reduce el costo de pensión (a menos que el rendimiento sea negativo, en cuyo caso se incrementa el costo de pensión). En el ejemplo de J. Smith, el rendimiento real sobre los activos del plan en 2006 es 440 dólares (22% de 2000 dólares).

Para resumir, el costo económico neto de la pensión para un periodo consta de los siguientes componentes (con cantidades tomadas del ejemplo de J. Smith):

Costos recurrentes	
Costo de servicio	$ 819
Costo de interés	267
Costos no recurrentes	
Utilidad o pérdida actuarial	1036
Costo previo al servicio	2973
Costo económico bruto de la pensión	5095
Menos rendimiento sobre los activos del plan	(440)
Costo económico neto de la pensión	$4655

ARTICULACIÓN DEL COSTO DE LA PENSIÓN Y DEL ESTADO FONDEADO

Esta sección explica la articulación del costo económico de la pensión y del estado fondeado. La articulación proviene de la conexión entre el balance, el estado de resultados y la declaración del flujo de efectivo que es inherente a la contabilidad según el principio de acumulación. La comprensión de esta articulación mejora el análisis de la contabilidad de pensiones.

La figura 3B.2 muestra esta articulación en lo referente al ejemplo de J. Smith utilizando cuentas T. Para 2006, suponga que están vigentes los cambios tanto en el costo actuarial como en el costo previo al servicio. El saldo inicial en la obligación de pensión es de 3824 dólares (que es la PBO a finales de 2005; véase la figura 3B.1) y el saldo al cierre es de 8919 dólares (que es la PBO a finales de 2006 después de los efectos tanto del costo actuarial como del costo previo al servicio). El cambio en la obligación de pensión se explica totalmente por el costo bruto de la pensión. Los beneficios pagados reducen la obligación de pensión, pero, en este ejemplo, no se paga ninguna prestación.

El saldo inicial de los activos de la pensión de 2000 dólares se incrementa a 2640 dólares a finales de 2006. Las contribuciones del empresario (200 dólares) y el rendimiento real sobre los activos (440 dólares) generan este cambio. Cualquier prestación pagada disminuye los activos

de la pensión, pero una vez más, en este ejemplo no se paga ninguna prestación. La posición económica neta (o estado fondeado) es la diferencia entre el valor de los activos de la pensión y la obligación de beneficios proyectada. La posición económica neta se deteriora desde una insuficiencia de fondos de 1 824 dólares a una insuficiencia de fondos de 6 279 dólares. Observe que los beneficios pagados no afectarían el estado de los fondos ya que reducen tanto la obligación de pensión como los activos de la pensión en una cantidad igual. El cambio en el estado fondeado se explica como sigue (las cantidades negativas representan pasivo):

Estado fondeado inicial	$(1 824)
Más contribuciones	200
Menos costo neto de la pensión	(4 655)
Estado fondeado al cierre	$(6 279)

El conocimiento de la articulación de la posición económica neta y del costo económico de la pensión resulta provechoso para analizar las revelaciones de pensiones, que es el tema de la siguiente sección.

Obligación mínima adicional

La contabilidad de pensiones especifica una **obligación mínima de pensión adicional** superior a la cantidad del estado declarado (costo acumulado de la pensión) que se debe reconocer en ciertas condiciones. La cantidad de esta obligación adicional depende de la obligación mínima requerida para el balance. La **obligación mínima de pensión** que un empresario debe registrar en el balance es la cantidad en que la obligación de beneficios acumulados rebasa el valor justo de los activos del plan. Esta obligación mínima se basa en la ABO antes que en la PBO; la razón es que la obligación del empresario es la ABO y no la PBO en caso de la terminación del plan. Cuando el valor justo de los activos del plan es superior a la ABO no se requiere ninguna obligación mínima. La obligación mínima de pensión *adicional* se registra siempre que el costo de pensión acumulado sea menor que la obligación mínima de pensión. El propósito de esta obligación mínima adicional es asegurar que la obligación de pensión registrada en el balance nunca sea *menor* que la obligación mínima. La figura 3B.3 ilustra el cálculo de la obligación de pensión mínima adicional para cuatro casos diferentes. Para propósitos del informe, las compañías como regla general combinan la obligación de pensión mínima adicional con el costo de pensión acumulado o prepagado.

Cuando el valor justo de los activos de la pensión es superior a la ABO, no se registra ningún activo. Observe que el requerimiento de la obligación mínima se prescribe sobre una base de plan por plan. Si un empresario tiene múltiples planes de pensión (como lo hacen muchos), entonces no es posible compensar la obligación mínima para un plan con el exceso de activos del plan sobre la

Cálculos de la obligación mínima de pensión adicional* — ***Figura 3B.3***

	Caso 1	Caso 2	Caso 3	Caso 4
(1) Obligación de prestación acumulada (ABO), dados	$(1 000)	$(1 000)	$(1 000)	$(1 000)
(2) Valor justo de mercado de los activos del plan (FMV), dados ...	700	700	700	1 400
(3) Exceso de FMV superior a la ABO [(2) – (1)]	(300)	(300)	(300)	400
(4) Obligación mínima, [menor de (3) o cero]	(300)	(300)	(300)	0
(5) Costo de pensión prepagado (acumulado), dados	0	(400)	100	(200)
(6) Obligación mínima adicional, [menor de (4) – (5) o cero]	(300)	0	(400)	0
(7) Obligación manifestada en el balance [(5) + (6)]	$ (300)	$ (400)	$ (300)	$ (200)

**Los números positivos (negativos) denotan activos (pasivos).*

ABO para otro plan. Sin embargo, la obligación final (o activo) reconocida en el balance es la obligación acumulativa de *todos* los planes, tanto con fondos insuficientes como con exceso de fondos.

CARACTERÍSTICAS DE LA CONTABILIDAD DE LAS OPEB

La *SFAS 106* establece la contabilidad para otros beneficios del empleado posteriores a la jubilación. Aun cuando existen diferencias, las características básicas de la contabilidad de pensiones se conservan en la contabilidad de las OPEB. Estas características incluyen:

- **Informe del costo neto.** Las consecuencias de los sucesos y las operaciones que afectan a las OPEB se declaran como una sola cantidad. Esta cantidad incluye por lo menos tres componentes: 1) valor presente del costo acumulado de la compensación diferida prometida a cambio de los servicios del empleado; 2) el costo de interés acumulado con el paso del tiempo hasta que se pagan esos beneficios; y 3) los rendimientos de las inversiones en los activos del plan; estos rendimientos no reducen el costo de la mayoría de los planes a causa de que la mayoría no están fondeados.
- **Reconocimiento demorado.** Ciertos cambios en las OPEB, incluidos los que son resultado de la iniciación o la modificación de un plan, y ciertos cambios en el valor de los activos del plan que se apartan para cumplir con esas obligaciones se reconocen sistemáticamente durante futuros periodos. Esto se hace mediante un proceso de diferir y amortizar orientado a aislar los costos actuales de una volatilidad excesiva.
- **Compensación.** Los activos del plan restringidos para el pago de las OPEB compensa la obligación acumulada posterior a la jubilación en la determinación de las cantidades reconocidas en el balance.

OBLIGACIONES Y COSTOS DE LAS OPEB

La obligación del empresario conforme a la *SFAS 106* se conoce como **obligación de prestación acumulada posterior a la jubilación** (APBO, *accumulated postretirement benefit obligation*). Los costos totales determinados actuarialmente de proporcionar futuros beneficios, la **obligación de beneficios esperados posterior a la jubilación** (EPBO, *expected postretirement benefit obligation*), se reconocen gradualmente a lo largo del periodo de servicios esperado del empleado. La APBO es aquella porción de la EPBO "ganada" por los servicios del empleado a partir de una fecha determinada, es decir, los beneficios acumulados reconocidos hasta la fecha. El estado fondeado de las OPEB es la diferencia entre la APBO y el valor justo de los activos designados para cumplir esta obligación.

Los costos declarados de la OPEB incluyen los componentes que siguen:

- **Costos de servicio,** el valor actuarial presente de los beneficios ganados por los empleados durante el periodo, la porción de la EPBO atribuible al año en curso. La EPBO de manera usual se asigna a cada año del periodo de servicio (por lo común sobre una base en línea recta.
- **Costos de interés,** el crecimiento atribuido de la APBO durante un periodo utilizando una tasa de descuento supuesta. El interés es compuesto debido a que la APBO se reconoce sobre una base del valor presente.
- **Amortización de ganancias y pérdidas netas,** las cantidades que aparecen cuando la experiencia real del plan difiere de los estimados iniciales o, por otra parte, si el rendimiento esperado sobre los activos difiere del rendimiento real. Debido a que estas ganancias y pérdidas resultantes fluctúan, se difieren. Si la cantidad neta acumulativa de las ganancias o pérdidas netas previas no reconocidas es superior a 10% de la APBO, la porción en exceso se amortiza a ingreso durante el periodo de servicio promedio restante.
- **Amortización de costos previos al servicio,** los costos que provienen de modificaciones del plan que cambian los beneficios y se atribuyen a los servicios prestados por el empleado antes de la fecha de la modificación. Estos costos se difieren y se amortizan asignando cantidades iguales a los futuros periodos de servicio restantes.

- **Amortización de la obligación de transición,** los costos provenientes de la adopción inicial de un nuevo estándar contable. En la fecha de la adopción, una obligación posterior a la jubilación no fondeada, llamada *obligación de transición,* se identifica y se mide como la diferencia entre la APBO y los activos del plan (si lo hay) menos cualquier pasivo posterior a la jubilación previamente registrado. Si una compañía no reconoce de inmediato la obligación de transición con un cargo a ingreso (como un efecto acumulativo de un cambio contable), el gasto periódico posterior a la jubilación se incrementa mediante la amortización de esta obligación de transición no reconocida. Esta obligación se puede amortizar a lo largo del periodo de servicio restante del empleado, o de un periodo opcional de 20 años.
- **Rendimiento esperado sobre los activos del plan,** este rendimiento reduce el gasto neto anual posterior a la jubilación si el plan está fondeado. La diferencia entre el rendimiento real y el esperado se difiere y se incluye en la porción no reconocida de ganancias y pérdidas.

El balance refleja el costo acumulado declarado de las OPEB a la fecha, menos los pagos acumulativos de beneficios. Esto significa que el pasivo del balance excluye los componentes no reconocidos, como: 1) la obligación de transición no reconocida medida en la fecha de la adopción, menos la amortización, si la hay, a la fecha; 2) la ganancia o pérdida neta no amortizada; y 3) el costo previo al servicio no amortizado. La **obligación mínima adicional** *no se reconoce* en el balance, aunque se manifiesta en una nota.

La figura 3B.4 resume, utilizando valores hipotéticos, la interrelación entre el gasto de la OPEB, el pasivo y otras cuentas del balance relacionadas. De igual manera, la APBO se concilia con el gasto acumulado posterior a la jubilación declarado.

Interrelación de otras cuentas de beneficios de empleados posteriores a la jubilación (OPEB) ***Figura 3B.4***

	Obligación de prestación acumulada posterior a la jubilación (APBO)	NO RECONOCIDAS[a] Obligación de transición	Costo previo al servicio	(Utilidad) o pérdida neta[b]	Costo acumulado de la OPEB[c]	Costo anual neto de la OPEB
Saldo, a la adopción de la SFAS 106 o a principios del año	$(20 000)	$20 000				
Actividad en el periodo						
Costo del servicio	(1 600)					$1 600
Costo del interés	(2 200)					2 200
Utilidad o pérdida de la obligación	(200)			$200		
Modificaciones al plan	(3 000)		$3 000			
Amortización de						
Costos previos al servicio no reconocidos			(200)			200
Obligación de transición no reconocida		(1 000)[d]				1 000
Costo anual neto de la OPEB					$(5 000)	$5 000
Pagos de beneficios	1 600				1 600[e]	
Saldo a finales del año	$(25 400)	$19 000	$2 800	$200	$ (3 400)	

**Este plan no está fondeado.*

[a]Las obligaciones netas no reconocidas reflejan los cargos diferidos no registrados que compensan a la APBO.

[b]Utilidades y pérdidas netas sobre suposiciones o la experiencia del plan consideradas por abajo del nivel que requiere una amortización.

[c]Obligación en el balance para los costos de las OPEB.

[d]La obligación de transición se amortiza a lo largo de 20 años.

[e]Los pagos de beneficios reflejan una liberación de la obligación del plan; también reflejan la base del desembolso de efectivo de las OPEB.

RESPUESTAS DE ORIENTACIÓN PARA LOS PUNTOS DE VISTA DEL ANÁLISIS

NEGOCIADOR LABORAL

Primero se debe entender que aun cuando los beneficios posteriores a la jubilación se registran como un pasivo en el balance (y como gastos en el estado de resultados), su fondeo está algo menos que garantizado. Por la contraoferta de la administración, es obvio que esta compañía no fondea totalmente los beneficios posteriores a la jubilación; nota: el fondeo no se requiere en la contabilidad de estos beneficios. Esta falta de fondeo puede producir considerables pérdidas para los empleados si la compañía es insolvente y no se le puede obligar a fondear dichas obligaciones. Como negociador laboral, en ocasiones usted tiene que cambiar los salarios actuales más elevados por recompensas, como beneficios posteriores a la jubilación *y* una garantía para fondear dichas beneficios. Desde la perspectiva de la compañía, se espera limitar las obligaciones registradas y los compromisos de fondeo, debido a que reducen los recursos. Su tarea como representante laboral es obtener tanto los beneficios posteriores a la jubilación como el fondeo para esos beneficios. En consecuencia, aun cuando necesita sopesar los argumentos a favor y en contra de los detalles, la oferta de la administración se debe considerar en serio como una prestación real para los empleados.

ADMINISTRADOR DEL DINERO

La decisión de usted implica aspectos tanto de riesgo como de rendimiento. Desde la perspectiva del riesgo, como regla general las acciones preferentes tienen prioridad en cuanto a la reclamación sobre los activos netos de una compañía. Esto quiere decir que en caso de una liquidación, se les da prioridad a las acciones preferentes antes de que se pague cualquier fondo a los accionistas comunes. Desde la perspectiva del rendimiento, la decisión es menos clara. El rendimiento de las acciones comunes de usted incluye tanto dividendos en efectivo como apreciación del precio, mientras que el rendimiento sobre las acciones preferentes se relaciona principalmente con dividendos en efectivo. Si los rendimientos recientes reflejan los futuros rendimientos, entonces probablemente usted se inclinará por las acciones preferentes, dada la equivalencia en rendimiento y la exposición reducida al riesgo de éstas.

ACCIONISTA

La interpretación que hace usted de esta división de acciones probablemente es positiva. Esto se deriva de la "señal informativa" incluida por lo común en este tipo de anuncio. Asimismo, un precio más bajo de manera usual hace que las acciones sean más accesibles para un grupo más amplio de compradores y reduce los costos de operación al comprarlas. Sin embargo, un precio demasiado bajo origina sus propios problemas. En consecuencia, una división se percibe como una señal de las expectativas de la administración (pronóstico) de que la compañía se desempeñará al mismo nivel o a uno mejor en el futuro. Es necesario reconocer que no hay un valor tangible para el accionista en el anuncio de una división, es decir, no hay un ingreso para los accionistas. Sin embargo, hay una transferencia de una cantidad de las ganancias retenidas a las acciones comunes.

(Los superíndices A y B señalan tareas basadas en el apéndice 3A y el apéndice 3B, respectivamente.)

PREGUNTAS

3-1. Identifique y describa las dos fuentes principales (vinculadas con las actividades empresariales) del pasivo circulante.

3-2. Señale el principal requisito de revelación para el pasivo en circulación relacionado con el financiamiento.

3-3. Describa las condiciones necesarias para demostrar la capacidad de una compañía de refinanciar su deuda a corto plazo sobre una base a largo plazo.

3-4. Explique cómo se originan por lo común los descuentos y las primas. Describa cómo se da razón de ellos.

3-5. Tanto la convertibilidad como los *warrants* vinculados con la deuda buscan incrementar el atractivo de los valores de deuda y de bajar su costo de interés. Describa en qué forma los costos de estas dos características afectan al ingreso y al capital.

3-6. Explique de qué manera la emisión de deuda convertible y de *warrants* afecta al análisis de la valuación realizado por los accionistas actuales y potenciales.

3-7. Describa los principales requisitos de revelación para el pasivo a largo plazo.

3-8. Los contratos de deuda de manera usual imponen restricciones sobre la capacidad de una compañía de movilizar sus recursos y dedicarse a actividades empresariales. Estas restricciones a menudo se conocen como convenios de deuda.

a) Señale dónde se encuentra la información acerca de dichas restricciones.

b) Defina el margen de seguridad tal como se aplica a los contratos de deuda y describa de qué manera el margen de seguridad influye en la evaluación del nivel de riesgo relativo de la compañía.

3-9. Explique cómo se utiliza el análisis de los estados financieros para evaluar el pasivo de una compañía, tanto existente como contingente.

3-10. *a*) Describa los criterios de clasificación de los arrendamientos por un *arrendatario*.

b) Prepare un resumen de la contabilidad de arrendamientos desde el punto de vista de un *arrendatario*.

3-11[A]. *a*) Identifique las diferentes clasificaciones de los arrendamientos por un *arrendador*. Describa los criterios para clasificar cada tipo de arrendamiento.

b) Explique los procedimientos contables para los arrendamientos desde el punto de vista de un *arrendador*

3-12[A]. Describa las provisiones concernientes a los arrendamientos que implican bienes raíces.

3-13. Examine las implicaciones de la contabilidad de arrendamientos en el análisis de los estados financieros.

3-14. Describa qué cantidades se encontrarán en el balance tanto del arrendador como del arrendatario relacionadas con la obligación de arrendamiento y con el activo arrendado, cuando un arrendamiento se considera como arrendamiento de operación tanto para el arrendador como para el arrendatario.

3-15. Describa qué cantidades se encontrarán en el balance tanto del arrendador como del arrendatario relacionadas con la obligación de arrendamiento y con el activo arrendado, cuando un arrendamiento se considera como un arrendamiento de capital tanto para el arrendador como para el arrendatario.

3-16. Examine en qué forma refleja el arrendatario el costo del equipo arrendado en el estado de resultados para: *a*) activo arrendado conforme a arrendamientos de operación y *b*) activo arrendado conforme a arrendamientos de capital.

3-17[A]. Explique en qué forma refleja el arrendador los beneficios de un arrendamiento en el estado de resultados con arreglo a: *a*) un arrendamiento de operación y *b*) un arrendamiento de capital.

3-18. Las compañías utilizan varios métodos de financiamiento para evitar la manifestación de una deuda en el balance. Señale y describa algunos de estos métodos de financiamiento fuera del balance.

3-19[B]. Explique las siguientes cantidades conforme a los estándares contables actuales para pensiones: *a*) obligación de prestación acumulada y *b*) obligación de prestación proyectada.

3-20. La obligación de pensión que rebasa al activo del fondo de pensión es un estimado de la obligación económica neta del plan de pensión. Sin embargo, la obligación de pensión manifestada en el saldo a menudo es una cantidad diferente. Describa los tipos de partidas que crean esta diferencia y explique en qué forma se pueden tratar esas partidas desde el punto de vista de un análisis de los estados financieros.

3-21. ¿Por qué se trata el rendimiento esperado (y no el real) sobre los activos del plan de pensión como una reducción del gasto periódico de pensión?

3-22. ¿Cómo opera la contabilidad de pensiones para ajustar el gasto de pensión? ¿En qué circunstancias este gasto relativamente uniforme no refleja los aspectos económicos fundamentales?

3-23. Considere los estimados clave en la contabilidad de pensiones y de otros beneficios posteriores a la jubilación y de qué manera esos estimados afectan a la utilidad neta y al pasivo total.

3-24. ¿En qué forma la administración ejerce libertad sobre la cantidad del gasto de pensión registrada?

3-25. ¿Dónde aparecen los costos de pensión en los estados financieros?

3-26[B]. La contabilidad para las OPEB se sirve de la contabilidad para pensiones, con algunas diferencias importantes. Explique estas diferencias.

3-27[B]. Examine las revelaciones contables requeridas para las OPEB.

3-28. Explique por qué el estimado de los costos de las OPEB es más difícil que para los costos de pensión.

3-29. *a*) Explique una pérdida por contingencia. Proporcione ejemplos.

b) Explique las dos condiciones necesarias antes de que una compañía pueda registrar una pérdida por contingencia contra el ingreso.

3-30. Defina el término *limpia de activos* (*big bath*). Explique cuándo un administrador consideraría “dar una limpia de activos” (*big bath*) y en qué forma se podría ajustar el análisis de la posición financiera actual y de la rentabilidad futura si se sospecha que una compañía se ha dado un limpia de activos (*big bath*).

3-31. Defina un compromiso y proporcione tres ejemplos de compromisos de una compañía.

3-32. Explique cuándo un compromiso se convierte en un pasivo registrado.

3-33. Defina el financiamiento fuera del balance y proporcione tres ejemplos.

3-34. Describa las revelaciones requeridas de los estados financieros para instrumentos financieros con riesgo de pérdida fuera del balance. ¿Cómo se podrían utilizar esas revelaciones para ayudar en el análisis financiero?

3-35. Describa los criterios que debe satisfacer una compañía antes de que una transferencia de cuentas por cobrar con recurso se pueda asentar como una venta y no como un préstamo.

3-36. Explique cómo se deben tratar las partidas de financiamiento fuera del balance para propósitos del análisis financiero.

3-37. Identifique tipos de valores de capital que sean similares a la deuda.

3-38. Identifique y describa varias categorías de reservas, asignaciones y provisiones para gastos y pérdidas.

3-39. Explique por qué el analista debe estar alerta a la contabilidad para futuras reservas de pérdidas.

3-40. Distinga entre las diferentes clases de créditos diferidos en el balance. Discuta la forma de analizar esas cuentas.

3-41. Identifique los objetivos de las clasificaciones y las revelaciones de las notas relacionadas con la sección de capital del balance. Explique la relevancia de estas revelaciones para el análisis de los estados financieros.

3-42. Identifique las características de las acciones preferentes que las hacen similares a la deuda. Identifique las características que las hacen más similares a las acciones comunes.

3-43. Explique la importancia de divulgar el valor de liquidación de las acciones preferentes, si es diferente del valor nominal o declarado, para propósitos del análisis.

3-44. Explique por qué la contabilidad para pequeños dividendos de acciones requiere que el valor de mercado, en vez del valor nominal, se cargue contra las ganancias retenidas.

3-45. Identifique qué partidas se tratan como ajustes previos del periodo.

3-46. Muchas compañías manifiestan "intereses minoritarios en compañías subsidiarias" entre las secciones de deuda a largo plazo y de capital de un balance consolidado; otras los presentan como parte del capital de los accionistas.

a) Describa la expresión intereses minoritarios.

b) Indique dónde ajustan mejor en el balance consolidado. Examine qué puntos de vista representan estas distintas presentaciones.

EJERCICIOS

EJERCICIO 3-1

Interpretación y análisis de las revelaciones de deuda

Refiérase a los estados financieros de **Campbell Soup** en el apéndice A.

Campbell Soup

Se requiere:

a) Determine el cambio neto en la deuda a largo plazo durante el año 11.

b) Analice y discuta la mezcla relativa de financiamiento de deuda para Campbell Soup. ¿Piensa usted que Campbell Soup tiene problemas de solvencia o de liquidez? ¿Cree que la compañía debería tener más o menos deuda en relación con el capital (o es la estrategia de financiamiento actual apropiada)? ¿Cree que Campbell Soup enfrentaría con dificultades si quiere emitir una deuda adicional para fondear una oportunidad de negocios especialmente atractiva?

COMPROBACIÓN

a) (33.2) millones de dólares

EJERCICIO 3-2

Evaluación de la contabilidad para arrendamientos que prepara el arrendatario

El 1 de enero del año 8, Von Company firmó dos arrendamientos no cancelables de máquinas nuevas para utilizarlas en sus operaciones de fabricación. El primer arrendamiento no contiene una opción de compra en liquidación y el término del arrendamiento es igual a 80% de la vida económica estimada de la máquina. El segundo arrendamiento contiene una opción de compra en liquidación y el término del arrendamiento es igual a 50% de la vida económica estimada de la máquina.

Se requiere:

a) Explique la justificación de demandar que los arrendatarios capitalicen ciertos arrendamientos a largo plazo. No limite su exposición a los criterios específicos para clasificar un arrendamiento como un arrendamiento de capital.

b) Describa la forma en que un arrendatario da razón de un arrendamiento de capital desde su inicio.

c) Explique cómo registra un arrendatario cada pago mínimo del arrendamiento para un arrendamiento de capital.

d) Explique cómo debería clasificar Von cada uno de los dos arrendamientos. Proporcione una justificación.

(Adaptado de AICPA)

EJERCICIO 3-3
Distinción entre arrendamientos de capital y de operación

Los arrendamientos de capital y los arrendamientos de operación son dos clasificaciones importantes de los arrendamientos.

Se requiere:

a) Describa la forma en que un arrendatario da razón de un arrendamiento de capital tanto al inicio del arrendamiento como durante el primer año. Suponga que el arrendamiento le transfiere la propiedad de la propiedad al arrendador hacia finales del arrendamiento.

b) Describa la forma en que un arrendatario da razón de un arrendamiento de capital tanto al inicio del arrendamiento como durante el primer año. Suponga que el arrendatario hace pagos mensuales iguales a principios de cada mes durante el término del arrendamiento. Describa cualquier cambio en la contabilidad cuando los pagos de la renta no se hacen sobre una base en línea recta.

Nota: No considere los criterios para distinguir entre arrendamientos de capital y de operación.

(Adaptado de AICPA)

EJERCICIO 3-4[A]
Análisis e interpretación de los arrendamientos tipo renta y de financiamiento.

Los arrendamientos tipo renta y los arrendamientos de financiamiento directo son dos tipos comunes de arrendamientos desde la perspectiva de un arrendador.

Se requiere:

Compare un arrendamiento tipo venta con un arrendamiento de financiamiento directo en las siguientes dimensiones:

a) Inversión bruta en el arrendamiento.

b) Amortización de ingreso de interés no ganado.

c) Utilidad del fabricante o del distribuidor.

Nota: No considere los criterios para distinguir entre arrendamientos tipo venta, de financiamiento directo y de operación.

(Adaptado de AICPA)

EJERCICIO 3-5
Reconocimiento de pasivo no registrado para el análisis.

Considere el siguiente extracto de un artículo publicado en **Forbes:** **Forbes**

> **El supersolvente**. Estar libre de deuda ya no es sólo el distintivo de una persona anticuada. Esto conlleva múltiples ventajas. Una es que usted siempre tiene mucho colateral para pedir prestado contra él si se mete en problemas. Otra es que si una inversión de negocios resulta mal, usted no necesita pagar intereses por su error... Libre de deuda, usted no tiene qué preocuparse por lo que sucede si la tasa prima sube de nuevo a 12%. Incluso eso le podría parecer bien. Con esas tasas usted podría prestar de su propio excedente de efectivo.

El artículo continúa enumerando 92 compañías que declaran no más de 5% de capitalización total en deuda no circulante en sus balances.

Se requiere:

Explique en qué forma las compañías calificadas como libres de deuda (en el sentido que expresa el artículo) pueden tener una deuda a largo plazo considerable u otro pasivo no circulante no registrado. Proporcione ejemplos.

(Adaptado de CFA)

EJERCICIO 3-6
Interpretación de las revelaciones para pérdidas por contingencias

Casi todas las compañías enfrentan pérdidas por contingencias de varias formas.

Se requiere:

a) Describa qué condiciones se deben satisfacer para que una pérdida por contingencia se acumule con un cargo al ingreso.

b) Explique cuándo se requiere una revelación, y qué revelaciones son necesarias, para una pérdida por contingencia que no satisface los criterios para la acumulación de un cargo al ingreso.

EJERCICIO 3-7
Análisis de pérdidas por contingencia

Las demandas legales son un tipo de pérdida por contingencia, en el que la pérdida depende de una resolución o un veredicto adversos en el caso. Las compañías tabacaleras estadounidenses en la actualidad se están enfrentando a demandas legales en varios estados. La pérdida por contingencia en los litigios relacionados con el tabaco se debe acumular si es probable una pérdida y es posible estimarla. Probable y estimable son conceptos difíciles que les ofrecen a los administradores un grado justo de discreción.

Se requiere:

a) Mencione dos razones por las que los administradores en este caso se podrían resistir a la cuantificación y la acumulación de un pasivo de pérdidas.

b) Describa una circunstancia en la cual los administradores podrían estar dispuestos a acumular una pérdida por contingencia que antes se habían resistido a acumular.

EJERCICIO 3-8
Análisis del capital y del valor en libros

Refiérase a los estados financieros de **Campbell Soup** en el apéndice A. **Campbell Soup**

Se requiere:

a) Identifique la causa del incremento de 101.6 millones de dólares en el capital de los accionistas para el año 11.

b) Calcule el precio promedio al cual se recompraron las acciones de tesorería durante el año 11.

c) Calcule el valor en libros de las acciones comunes a finales del año 11.

d) Compare el valor en libros por acción de las acciones comunes y el precio promedio al cual se recompraron las acciones de tesorería durante el año (una medida del valor de mercado promedio por acción durante el año). ¿Cuáles son algunas de las razones por las que estas cifras son diferentes?

COMPROBACIÓN
c) 14.12 dólares

EJERCICIO 3-9
Interpretación de reservas secretas y de acciones diluidas

A menudo se asevera que la utilización del método UEPS (LIFO) para el cálculo del costo del inventario durante un periodo prolongado de incremento de precios y el gasto de todos los costos de recursos humanos se encuentran entre las prácticas contables aceptadas que ayudan a crear "reservas secretas".

Se requiere:

a) Describa una reserva sereta. Explique en qué forma las compañías crean o incrementan dichas reservas.

b) Explique en qué se basa la afirmación de que las dos prácticas específicas citadas crean reservas secretas.

c) Examine la posibilidad de crear una reserva secreta en relación con la contabilidad de un pasivo. Explique y dé un ejemplo.

d) Describa las objeciones contra la creación de reservas secretas.

e) Resulta discutible que una "acción diluida" sea lo opuesto de una reserva secreta.

1) Explique la naturaleza de una acción diluida.
2) Describa las circunstancias en que es posible se originen acciones diluidas.
3) Discuta los pasos que se pueden seguir para eliminar el "agua" de la estructura de capital de una empresa.

(Adaptado de AICPA)

EJERCICIO 3-10
Interpretación de las operaciones de capital de los accionistas

Los intereses de propiedad en una corporación se declaran tanto en el balance, en la sección capital de los accionistas, como en la declaración del capital de los accionistas.

Se requiere:

a) Mencione las principales operaciones y sucesos que reducen la cantidad de ganancias retenidas. (No incluya las apropiaciones de las ganancias retenidas.)

b) La sección de capital de los accionistas en el balance hace una distinción entre capital contribuido y ganancias retenidas. Explique por qué es importante esta distinción.

c) A menudo hay una diferencia entre el precio de compra y el precio de venta de las acciones de tesorería. Sin embargo, los practicantes convienen en que la compra o la venta de las propias acciones de una corporación no pueden resultar en una utilidad o pérdida para la corporación. Explique por qué las corporaciones no reconocen la diferencia entre el precio de compra y el de venta de las acciones de tesorería como una utilidad o una pérdida.

EJERCICIO 3-11
Interpretación de las acciones de capital

Las acciones de capital son una parte importante del capital de una corporación. El término acciones de capital abarca tanto las acciones comunes como las preferentes.

Se requiere:

a) Identifique los derechos básicos inherentes a la propiedad de las acciones comunes y explique en qué forma los ejercen los propietarios.

b) Describa las acciones preferentes. Discuta las varias preferencias que a menudo ofrecen las acciones preferentes.

c) En el análisis y la interpretación de los valores de capital de una corporación, es importante comprender ciertos términos. Defina y describa las siguientes partidas de capital:

1) Acciones de tesorería 2) Derecho de acciones 3) *Warrant* de acciones

EJERCICIO 3-12
Dividendos y acciones de capital

Presidential Realty Corporation

Presidential Realty Corporation publica lo siguiente con respecto a sus distribuciones pagadas sobre acciones comunes:
"Las distribuciones en efectivo sobre acciones comunes se cargaron a Excedente pagado, debido a que la compañía matriz no ha acumulado ninguna ganancia (distinta de su capital en ganancias no distribuidas de ciertas subsidiarias) desde su formación."

Se requiere:

a) Explique si esas distribuciones en efectivo son dividendos.

b) Especule acerca de la razón por la cual Presidential hizo esas distribuciones.

EJERCICIO 3-13
Dividendos versus acciones de tesorería

La compra de acciones de tesorería (por lo común llamada recompra de acciones) se está haciendo con creciente frecuencia en vez del pago de dividendos.

Se requiere:

a) Explique por qué las recompras de acciones son similares a los dividendos desde el punto de vista de la compañía.

b) Explique por qué los administradores podrían preferir la compra de acciones de tesorería al pago de dividendos.

c) Explique por qué los inversionistas podrían preferir que las empresas utilizaran el exceso de efectivo para comprar acciones de tesorería en vez de pagar dividendos.

EJERCICIO 3-14
Plan de pensión de saldo en efectivo

IBM

IBM recientemente anunció su intención de empezar a ofrecer un plan de pensión de saldo en efectivo. Un plan de pensión de saldo en efectivo es una forma de plan de pensión de contribución definida. IBM no es la única, ya que hay una clara tendencia en favor de los planes de pensión de contribución definida.

Se requiere:

a) Describa las ramificaciones para el análisis del nivel y la variabilidad, tanto de las ganancias como de los flujos de efectivo, diseñado para los planes de pensión de prestación definida comparados con los de contribución definida.

b) ¿Por qué piensa usted que los administradores prefieren el plan de pensión de contribución definida?

c) ¿En qué circunstancias los empleados estarían en favor de los planes de prestación definida contra los de contribución definida?

EJERCICIO 3-15

Comprensión de los planes de pensión de prestación definida

Carson Company patrocina un plan de pensión de prestación definida. El plan proporciona beneficios de pensión determinadas por edad, años de servicio y compensación. Entre los componentes incluidos en el costo neto reconocido de la pensión para un periodo están el costo de servicio, el costo de interés y el rendimiento real sobre los activos del plan.

Se requiere:

a) Identifique por lo menos dos retos contables del plan de pensión de prestación definida. ¿Por qué se originan esos retos?

b) ¿En qué forma determina Carson el componente de costo de servicio del costo neto de la pensión?

c) ¿En qué forma determina Carson el componente de costo de servicio del costo neto de la pensión?

d)¿En qué forma determina Carson el rendimiento real sobre el componente del costo neto de la pensión?

(Adaptado de AICPA)

EJERCICIO 3-16

Análisis de los beneficios posteriores a la jubilación

El trato contable de los beneficios posteriores a la jubilación distintos de las pensiones requiere que las compañías que ofrecen esos beneficios adopten una contabilidad según el principio de acumulación (similar a los requerimientos para los planes de pensión), es decir, no es aceptable la contabilidad de pagar a medida que se requiere. Suponga que usted está considerando una inversión en una de dos compañías que ofrecen beneficios posteriores a la jubilación. Las dos compañías son de igual tamaño y tienen planes médicos idénticos para los jubilados. Sin embargo, una compañía está más orientada al trabajo intensivo y tiene una razón mayor de jubilados, junto con una fuerza laboral sindicalizada más antigua y más poderosa que la de la otra compañía.

Se requiere:

a) Compare los efectos relativos de la contabilidad para beneficios posteriores a la jubilación sobre:

1) El volumen de la obligación de prestación posterior a la jubilación reconocido por cada una de las dos empresas.

2) El volumen de costo de los beneficios posteriores a la jubilación manifestado por cada una de las dos empresas.

b) Para cada una de las tres formas de la hipótesis del mercado eficiente, explique el efecto que tiene la adopción de esta contabilidad sobre el precio por acción de una empresa. Comente acerca de la aplicabilidad de estas implicaciones a los mercados reales.

(Adaptado de CFA)

PROBLEMAS

PROBLEMA 3-1

Interpretación de pagarés por pagar y de revelaciones de arrendamientos

Refiérase a los estados financieros de **Campbell Soup Company** en el apéndice A.

Campbell Soup Company

Se requiere:

a) Campbell Soup Company tiene cero cupones de pagarés por pagar en circulación.

1) Indique la cantidad total adeudada a los tenedores de pagarés en la fecha de vencimiento de dichos pagarés.

2) La obligación por esos pagarés es menor que el valor al vencimiento. Describa el patrón en las cantidades manifestadas para esta obligación en los años futuros.

3) Ignorando las cantidades en dólares, prepare la entrada anual en el diario que lleva Campbell Soup Company para registrar la obligación en cuanto a interés acumulado.

b) Campbell Soup declara una deuda a largo plazo en el balance por un total de 772.6 millones de dólares. En teoría, ¿qué representa esta cantidad de 7762.6? ¿A lo largo de cuántos años ocurrirán los flujos de salida de efectivo relacionados con esta deuda?

c) La nota sobre arrendamientos manifiesta que los pagos mínimos futuros de arrendamiento conforme a arrendamientos de capital suman 28.0 millones de dólares y que el valor presente de dichos pagos asciende a 21.5 millones de dólares. Determine qué cantidad se pagará realmente en los años futuros.

d) Identifique en qué parte de los estados financieros Campbell Soup se expresa la obligación de pago para arrendamientos de operación de 71.9 millones de dólares.

e) Prediga qué gasto de interés habrá en el año 12, suponiendo que no haya un cambio considerable en la estructura de la deuda. (Sugerencia: identifique las obligaciones considerables que devengan interés de la compañía y multiplique ese saldo por un estimado apropiado de la tasa efectiva para esa deuda.)

COMPROBACIÓN
e) La tasa es 11.53%

PROBLEMA 3-2
Implicaciones del arrendamiento de capital en los estados financieros

El 1 de enero del año 1, Burton Company arrienda equipo de Nelson Company por una renta de arrendamiento anual de 10 000 dólares. El término del arrendamiento es de cinco años y la tasa de interés del arrendador implícita en el arrendamiento es 8%; la tasa de préstamo incremental del arrendatario es 8.25%. La vida útil del equipo es de cinco años y su valor residual estimado es igual a su costo de retiro. Las tablas de anualidades indican que el valor presente de una renta de arrendamiento anual de 1 dólar (a una tasa de 8%) es 3 993 dólares. El valor justo del equipo arrendado es igual al valor presente de las rentas. (Suponga que el arrendamiento se capitaliza).

Se requiere:

a) Prepare las entradas contables requeridas por Burton Company para el año 1.

b) Calcule e ilustre el efecto sobre el estado de resultados para el ejercicio que terminó el 31 de diciembre del año 1, así como para el balance al 31 de diciembre del año 1.

c) Elabore una tabla que muestre los pagos de interés y principal que se hacen cada año durante el término de cinco años del arrendamiento.

d) Elabore una tabla que muestre los gastos cargados al estado de resultados para el término de cinco años del arrendamiento si el equipo se compra. Incluya una columna para 1) amortización, 2) interés y 3) gasto total.

e) Examine las implicaciones en el ingreso y el flujo de efectivo derivadas de este arrendamiento de capital.

COMPROBACIÓN
El interés es 2 649.95 dólares para el año 2

PROBLEMA 3-3
Explicación e interpretación de los arrendamientos

El 1 de enero, Borman Company, una arrendataria, firmó tres contratos de arrendamiento no cancelables de equipo nuevo identificados como: arrendamiento J, arrendamiento K y arrendamiento L. Ninguno de los tres arrendamientos le transfiere la propiedad del equipo a Borman al final del término del arrendamiento. Para cada uno de los tres arrendamientos, el valor presente al principio del término del arrendamiento de los pagos mínimos de arrendamiento –salvo aquella porción de los pagos que represente costos de ejecución, tales como seguro, mantenimiento e impuestos que pagará el arrendador incluyendo cualquier utilidad sobre los mismos, es 75% del exceso del valor justo del equipo para el arrendador al inicio del arrendamiento sobre cualquier crédito de impuesto de inversión relacionado y retenido por el arrendador, y que se espera realice él mismo. La siguiente información adicional es diferente para cada arrendamiento:

- El arrendamiento J no contiene una opción de compra en liquidación; el término del arrendamiento es igual a 80% de la vida económica estimada del equipo.
- El arrendamiento K contiene una opción de compra en liquidación; el término del arrendamiento es igual a 50% de la vida económica estimada del equipo.
- El arrendamiento J no contiene una opción de compra en liquidación; el término del arrendamiento es igual a 50% de la vida económica estimada del equipo.

Se requiere:

a) Explique cómo debe clasificar Borman Company cada uno de estos tres arrendamientos. Discuta la razón de su respuesta.

b) Identifique la cantidad, si la hay, que Borman registra como pasivo al inicio del arrendamiento para cada uno de los tres arrendamientos.

c) Suponiendo que Borman haga los pagos mínimos de arrendamiento sobre una base en línea recta, describa cómo debe registrar Borman cada pago mínimo de arrendamiento para cada uno de estos tres arrendamientos.

d) Evalúe la práctica contable para describir con precisión la realidad económica para cada arrendamiento.

(Adaptado de AICPA)

COMPROBACIÓN
a) Los arrendamientos J y K son arrendamientos de capital.

PROBLEMA 3-4
Interpretación de la contabilidad para bonos

Uno de los medios para que una corporación genere un financiamiento a largo plazo es mediante la emisión de instrumentos de deuda no en circulación en forma de bonos.

Se requiere:

a) Describa cómo dar razón del producto de bonos emitidos con *warrants* desprendibles de compra de acciones.

b) Señale la diferencia entre un bono serial y un bono a plazo (directo).

c) El gasto de interés, conforme al método efectivo generalmente aceptado, es igual al valor en libros de la deuda (valor nominal más prima no amortizada, o menos descuento no amortizado) multiplicado por la tasa efectiva de la deuda. Cualquier prima o descuento se amortiza a cero durante la vida del bono. Explique en qué forma tanto el gasto de interés como el valor en libros de la deuda diferirán de un año al otro en el caso de una deuda emitida con prima en oposición a uno con descuento

d) Describa cómo contabilizar y clasificar cualquier ganancia o pérdida de la readquisición de un bono a largo plazo antes de su vencimiento.

e) Evalúe la contabilidad para bonos en el análisis de los estados financieros.

PROBLEMA 3-5
Interpretación de la contabilidad para bonos

El 1 de noviembre del año 5, Abbott Company vende sus bonos a plazo a cinco años de 11%, con un valor nominal de 1 000 dólares, fechados el 1 de octubre del año 5, a un descuento que rinde una tasa de interés anual efectiva (rendimiento) de 12%. El interés es pagadero semestralmente y la primera fecha de pago de interés es el 1 de abril del año 6. Abbott amortiza el descuento de los bonos. También incurre en costos de emisión de bonos en la preparación y la venta de la emisión de bonos. En otra operación no relacionada, fechada el 1 de diciembre del año 5, Abbott emite bonos no convertibles a seis años a 9%, con un valor nominal de 1 000 dólares y con *warrants* desprendibles de acciones en una cantidad que excede a la suma del valor nominal de los bonos y al valor justo de los *warrants*.

Se requiere:

a) Identifique qué factores determinan que 11% de los bonos a plazo se vendan con un descuento. Explique.

b) Describa cómo se declaran todas las partidas relacionadas con los bonos a plazo a 11%: 1) en un balance preparado inmediatamente después de que se vende la emisión de bonos a plazo y 2) para un balance preparado al 31 de diciembre del año 5.

c) Identifique el periodo durante el cual Abbott amortiza el descuento de los bonos.

d) Describa cómo debe dar razón Abbott del producto de la venta de bonos no convertibles a 9% con *warrants* desprendibles de compra de acciones.

(Adaptado de AICPA)

PROBLEMA 3-6
Interpretación de los precios de acciones y vínculo de éstos con los estados financieros

Suponga que las acciones de Superior Oil Corporation se están cotizando en la Bolsa de Valores de Nueva York a 1 492 dólares por acción, mientras que las acciones de Getty Oil Company se cotizan a 64 dólares por acción.

Se requiere:

a) Explique por qué las acciones de Superior Oil se podrían estar vendiendo a un precio mucho más elevado que las acciones de Getty.

b) Indique si es usted capaz de sacar alguna conclusión acerca de la relativa rentabilidad de estas dos compañías, basándose en los precios de sus acciones.

c) El día anterior, las acciones de Superior Oil Stock se estaban vendiendo a 1 471 dólares por acción, mientras que las de Getty Oil se vendían en 62 dólares. Indique qué acciones experimentaron el mayor rendimiento.

COMPROBACIÓN
c) El rendimiento de Getty es más elevado

d) Si usted (como inversionista) compró acciones de Getty Oil a 62 dólares por acción y las vendió al día siguiente en 64 dólares, describa qué efecto habrían tenido su compra y su venta de acciones sobre los estados financieros de Getty Oil.

PROBLEMA 3-7
Bursatilización de arrendamientos, pensiones y cuentas por cobrar

La estrategia de inversión de capital de Capital Management Co. consiste en invertir en compañías con razones bajas de precio a valor en libros, al mismo tiempo que considera las diferencias en la solvencia y la utilización del activo. Westfield está considerando invertir en las acciones de Jerry's Department Stores (JDS), o en las de Miller Stores (MLS). Los siguientes son algunos datos financieros de las dos compañías:

DATOS FINANCIEROS SELECCIONADOS AL 31 DE MARZO DE 2006

(Millones de dólares)	JDS	MLS
Ventas	$21 250	$18 500
Activos fijos	5 700	5 500
Deuda a corto plazo		1 000
Deuda a largo plazo	2 700	2 500
Capital	6 000	7 500
Acciones en circulación (millones)	250	400
Precio de las acciones (dólares por acción)	51.50	49.50

Se requiere:

a) Calcule cada una de las siguientes razones tanto para JDS como para MLS:

1) Razón de precio a valor en libros 2) Razón de deuda total a capital 3) Utilización (rotación) del activo fijo

b) Seleccione la compañía que satisfaga mejor los criterios de Westfield.

c) La siguiente información proviene de las notas de estas compañías al 31 de marzo de 2006:

1) JDS realiza la mayoría de sus operaciones desde inmuebles arrendados. A continuación aparecen los pagos mínimos futuros de arrendamiento (MLP, Minimum lease payments) sobre arrendamientos de operación no cancelables (en millones de dólares):

MLP	
2007	$ 259
2008	213
2009	183
2010	160
2011	155
2012 y después	706
MLP Total	$1 676
Menos interés	(676)
Valor presente del MLP	$1 000
Tasa de interés	10%

2) MLS es la dueña de todos sus inmuebles y tiendas.

3) Durante el ejercicio fiscal que terminó el 31 de marzo de 2006, JDS vendió 800 millones de dólares de sus cuentas por cobrar con recurso, todo lo cual estaba en circulación a finales del año.

4) Básicamente todos los empleados de JDS participan en planes de contribución definidos patrocinados por la compañía. MLS patrocina un plan de beneficios definido para sus empleados. El valor justo de los activos del plan de pensión de MLS es de 3 400 millones de dólares. No se acumula ningún costo de pensión en su balance al 31 de marzo de 2006. A continuación se exhiben los detalles de las obligaciones de pensión de MLS:

(Millones de dólares)	ABO	PBO
Conferidos	$1 550	$1 590
No conferidos	40	210
Total	$1 590	$1 800

COMPROBACIÓN
c) Razón de precio a valor en libros ajustado, JDS = 2.15 dólares, MLS = 2.18 dólares

Calcule las tres razones especificadas en la parte *a*) después de efectuar los ajustes necesarios empleando la información de la nota. De nuevo, seleccione la compañía que mejor satisfaga los criterios de Westfield. Comente acerca de su decisión tomada en la parte *b*) con respecto al análisis efectuado aquí.

(Adaptado de CFA)

PROBLEMA 3-8
Análisis de revelaciones de la responsabilidad ambiental

Exxon

El gobierno de Estados Unidos trata activamente de identificar y limpiar sitios que contienen materiales peligrosos. La Environmental Protection Agency (EPA) identifica los sitios contaminados conforme a la Comprehensive Environmental Response Compensation and Liability Act (CERCLA). El gobierno obligará a las partes responsables de contaminar el sitio a pagar por la limpieza siempre que sea posible. Asimismo, las compañías se enfrentan a demandas legales de las personas perjudicadas por la contaminación ambiental. Las partes potencialmente responsables incluyen a propietarios y operadores actuales y previos de sitios de eliminación de desperdicios peligrosos, a las partes que hicieron arreglos para deshacerse de desperdicios peligrosos en el sitio y a las partes que transportaron los desperdicios peligrosos hasta el sitio. Las partes potencialmente responsables deben acumular una obligación ambiental contingente si es probable que el resultado de una acción pendiente o potencial sea desfavorable y es posible hacer un estimado razonable de los costos. Las cantidades por responsabilidades ambientales pueden ser considerables. Por ejemplo, **Exxon** pagó un total de 5 000 millones de dólares por los daños provocados por el accidente del barco petrolero Exxon Valdez, que fue objeto de una publicidad considerable. Los estimados para limpiar los sitios identificados por la EPA varían entre sumas tan elevadas como 500 000 millones y 750 000 millones de dólares. Los sitios '*superfund*' son sitios identificados por la EPA como de una prioridad elevada para su limpieza, conforme a CERCLA. Los estimados para limpiar tan solo esos sitios suman un total de 150 000 millones de dólares. Las partes responsables también se enfrentan a demandas legales adicionales y esas pérdidas potenciales no están incluidas en estos totales.

Se requiere:

a) Analice por qué es difícil medir, en particular, las obligaciones ambientales.

b) Discuta cómo ajustaría usted el análisis financiero de las compañías que están predispuestas a una acción legal ambiental, pero que no han acumulado ninguna cantidad de pérdida por contingencia. Por ejemplo, ¿cómo podría usted ajustar sus creencias acerca de la posición financiera de Union Carbide y de sus competidores después de la tragedia de Bhopal, India?

c) Identifique tres industrias que usted considere sean propensas a enfrentar un riesgo ambiental importante. Explique.

PROBLEMA 3-9
Análisis de las revelaciones del plan de pensión

Campbell Soup Company

Refiérase a los estados financieros de Campbell Soup en el apéndice A. La nota sobre los planes de pensión y beneficios de jubilación describe el cálculo del gasto de pensión, de la obligación de prestación proyectada (PBO, *projected benefit obligation*) y de otros elementos del plan de pensión (todas las cantidades en millones de dólares).

Se requiere:

VERIFICACIÓN
b) Tasa del año 11, 8.75%

a) Explique qué representa el costo de servicio de 22.1 dólares para el año 11.

b) ¿Qué tasa de descuento adoptó la compañía para el año 11? ¿Cuál es el efecto del cambio de Campbell a partir de la tasa de descuento utilizada en el año 10?

c) ¿Cómo se calcula el "interés sobre la obligación de prestación proyectada"?

d) El rendimiento real sobre los activos es de 73.4 dólares. ¿Esta partida entra en su totalidad como un componente del costo de pensión? Explique.

e) Campbell muestra una obligación de prestación acumulada (ABO) de 714.4. ¿Qué es esta obligación?

f) Identifique la cantidad de la PBO y explique qué da razón de la diferencia entre esa cantidad y la ABO.

g) ¿Campbell ha fondeado su gasto de pensión a finales del año 11?

PROBLEMA 3-10B
Predicción del gasto de pensión

La tasa de descuento promedio ponderada que se utiliza para determinar el valor presente actuarial de la obligación de pensión de General Energy Co. es 8.5%, y la tasa de incremento asumida en la futura compensación es 7.5%. La tasa de rendimiento a largo plazo esperada sobre los activos del plan es 11.5%. Su obligación de pensión a finales del año 6 es de 2 212 000 dólares y su obligación de beneficios acumulada es de 479 000 dólares. El valor justo de sus activos es de 3 238 000 dólares. El costo de servicio para el año 6 es de 586 000.

Se requiere:

Prediga el gasto periódico de pensión de General Energy Co., para el año 7 dados un crecimiento de 10% en el costo de servicio, la amortización de la pérdida diferida a lo largo de 30 años y ningún cambio en otras tasas asumidas. Muestre los cálculos.

COMPROBACIÓN
Gasto predicho, 463 millones de dólares

CASOS

CASO 3-1
Análisis e interpretación de revelaciones de pensiones

Refiérase al informe anual de **Campbell Soup** en el apéndice A. **Campbell Soup**

a) ¿Qué tipo de plan de pensión les ofrece Campbell Soup a sus empleados?
b) ¿Campbell Soup tiene un activo neto de pensión, o un pasivo neto de pensión al 28 de julio del año 11? ¿Cuál es la cantidad?
c) Identifique las cantidades las obligaciones de beneficios transferidas, acumuladas y proyectadas al 28 de julio del año 11. ¿Qué representan esas cantidades?
d) ¿Cuál es la cantidad de activos que hay en la actualidad en el plan de pensión?
e) ¿Qué tipos de activos se retienen en el plan de pensión?
f) ¿Cuál es la posición económica neta del plan de pensión?
g) ¿Qué es lo que hace la diferencia entre los activos netos de la pensión (obligación) y la posición económica neta del plan de pensión?
h) ¿Qué tanto se deja del costo previo al servicio para amortizarlo al gasto de pensiones?
i) Comente acerca de lo razonable del rendimiento esperado sobre los activos del plan.
j) Comente acerca de lo razonable del incremento del índice de compensación a largo plazo para los empleados. Coméntelo desde el punto de vista de un analista de capital y desde el punto de vista de un empleado potencial.

COMPROBACIÓN
f) $30 millones de dólares fondeados en exceso.

CASO 3-2
Análisis e interpretación de las obligaciones

Refiérase al informe anual de **Campbell Soup** en el apéndice A. **Campbell Soup**

Se requiere:

a) Identifique las principales categorías de obligaciones de Campbell Soup. Identifique cuál de esas obligaciones requiere el reconocimiento del gasto de interés.
b) Reconcilie la actividad en la cuenta de préstamos a largo plazo para el año 11.
c) Describa la composición de la cuenta de obligaciones a largo plazo de Cambell Soup utilizando la nota 19.

CASO 3-3
Análisis e interpretación de las obligaciones de pensión y de OPEB

Refiérase al informe anual de **Campbell Soup** en el apéndice A. **Campbell Soup**

Se requiere:

a) Examine las obligaciones de pensión de Campbell Soup utilizando la nota 8. ¿Cuáles son las cantidades registradas del balance y el estado de resultados relacionadas con los planes de pensión en el año 11?
b) Determine la posición económica del plan de pensión para el año 11. Actualice el balance como corresponde y examine el efecto de la posición ajustada sobre la razón entre obligaciones totales y capital.
c) ¿Cuál es el verdadero costo económico de la pensión para el año 11? Reconcílielo con el gasto de pensión manifestado. Determine el gasto de pensión que usted consideraría al determinar el ingreso permanente de Campbell.

COMPROBACIÓN
b) Razón ajustada, 1.43

CASO 3-4
Análisis e interpretación del capital

COMPROBACIÓN
c) Precio de recompra en el año 11, 51.72 dólares

Refiérase al informe anual de **Campbell Soup** en el apéndice A. **Campbell Soup**

Se requiere:

a) Determine el valor en libros por acción de las acciones comunes de Campbell Soup para el año 11.

b) Identifique el valor nominal de las acciones comunes de Campbell Soup. Determine el número de acciones comunes autorizadas, emitidas y en circulación, a finales del año 11.

c) Determine cuántas acciones comunes de Campbell Soup se recompraron como acciones de tesorería para el año 11. Determine el precio al que Campbell Soup recompró las acciones.

CASO 3-5
Arrendamientos en la industria de las líneas aéreas de pasajeros

La industria del transporte aéreo de pasajeros es una de las más volátiles. Durante los años difíciles a principios de la década de 1990, la industria acabó con las ganancias que había registrado durante toda su historia. Pan American Airlines y Eastern Airlines cesaron operaciones, mientras que Continental Airlines, TWA y US Air buscaron la protección que brinda la quiebra. La industria se recuperó a mediados de la década de 1990, aprovechando la prosperidad económica de Estados Unidos y los precios más bajos del combustible. Las aerolíneas han sido especialmente rentables desde 1996, con rendimientos sobre el capital que a menudo exceden de 25%. El mercado accionario ha reconocido el crecimiento estelar de la rentabilidad ya que la capitalización de mercado de muchas líneas aéreas se ha triplicado desde entonces.

La volatilidad de las ganancias de las aerolíneas proviene de una combinación de volatilidad de la demanda, estructura de costo y precios competitivos. La demanda de los viajes por avión es cíclica y sensible al desempeño de la economía. La estructura de costo de las aerolíneas está dominada por los costos fijos, lo que resulta en un elevado apalancamiento de operación. Aun cuando la mayoría de las aerolíneas alcanzan el punto de equilibrio incluso con 60% de ocupación en sus vuelos, las desviaciones de esta cifra pueden hacer que las ganancias aumenten y disminuyan en forma muy marcada. Además, la industria de las aerolíneas se enfrenta a una competencia de precios. Debido a su estructura de costos (costos variables bajos, pero costos fijos elevados), las aerolíneas tienden a reducir las tarifas con el fin de incrementar la participación de mercado durante una baja en la demanda. Estas reducciones en las tarifas a menudo conducen a guerras de precios, lo que reduce el rendimiento promedio por unidad. En consecuencia, las tarifas aéreas están positivamente correlacionadas con el volumen de la demanda, lo que resulta en ingresos volátiles. Cuando esta variabilidad del ingreso se combina con los costos fijos, el resultado son ganancias volátiles.

Las compañías aéreas arriendan todo tipo de activos –aviones, terminales en los aeropuertos, instalaciones de mantenimiento, propiedad y quipo de operación y de oficina. Los términos de los arrendamientos varían desde menos de un año hasta tanto como 25 años–. Aun cuando muchas compañías declaran algunos arrendamientos de capital en el balance, la mayoría de ellas están estructurando cada vez más sus arrendamientos, tanto a largo como a corto plazo, como arrendamientos de operación. A continuación se presentan los balances condensados y las declaraciones de ingresos, junto con extractos de notas de arrendamiento de los informes anuales de 1998 y 1997 para **AMR (American Airlines), Delta Airlines** y **UAL (United Airlines)**.

	AMR		DELTA		UAL	
	Año 8	**Año 7**	**Año 8**	**Año 7**	**Año 8**	**Año 7**
Balances (millones de dólares)						
Activos						
Activos circulantes	$ 4875	$ 4986	$ 3362	$ 2867	$ 2908	$ 2948
Activos de propiedad absoluta (netos)	12239	11073	9022	7695	10951	9080
Leased assets (net)	2147	2086	299	347	2103	1694
Activos arrendados (netos)	3042	2714	1920	1832	2597	1742
Activos totales	**$22303**	**$20859**	**$14603**	**$12741**	**$18559**	**$15464**

	AMR		DELTA		UAL	
	Año 8	Año 7	Año 8	Año 7	Año 8	Año 7
Pasivos y capital						
Pasivo circulante						
Porción actual del arrendamiento de capital	$ 154	$ 135	$ 63	$ 62	$ 176	$ 171
Otros pasivos circulantes	5 485	5 437	4 514	4 021	5 492	5 077
Pasivos a largo plazo						
Obligación de arrendamiento	1 764	1 629	249	322	2 113	1 679
Deuda a largo plazo	2 436	2 248	1 533	1 475	2 858	2 092
Otros pasivos a largo plazo	5 766	5 194	4 046	3 698	3 848	3 493
Acciones preferentes			175	156	791	615
Capital de los accionistas						
Capital contribuido	3 257	3 286	3 299	2 896	3 518	2 877
Utilidades retenidas	4 729	3 415	1 776	812	1 024	300
Acciones de tesorería	(1 288)	(485)	(1 052)	(701)	(1 261)	(840)
Activos circulantes	$ 4 875	$ 4 986	$ 3 362	$ 2 867	$ 2 908	$ 2 948
Pasivos y capital totales	**$22 303**	**$20 859**	**$14 603**	**$12 741**	**$18 559**	**$15 464**
Estado de resultados (millones de dólares)						
Utilidad de operación	$19 205	$18 184	$14 138	$13 594	$17 561	$17 378
Gastos de operación	(16 867)	(16 277)	(12 445)	(12 063)	(16 083)	(16 119)
Ingreso de operación	**2 338**	**1 907**	**1 693**	**1 531**	**1 478**	**1 259**
Otro ingreso y ajustes	198	137	141	91	133	551
Gasto de interés*	(372)	(420)	(197)	(216)	(361)	(291)
Ingreso antes de impuestos	**2 164**	**1 624**	**1 637**	**1 406**	**1 250**	**1 519**
Provisión de impuestos	(858)	(651)	(647)	(561)	(429)	(561)
Ingreso continuo	**$ 1 306**	**$ 973**	**$ 990**	**$ 845**	**$ 821**	**$ 958**

**Incluye dividendos preferentes.*

	AMR		DELTA		UAL	
(Millones de dólares)	Capital	Operación	Capital	Operación	Capital	Operación
Extractos de las notas de arrendamiento (año 8)						
MLP vencido						
Año 9	$ 273	$ 1 012	$100	$ 950	$ 317	$ 1 320
Año 10	341	951	67	950	308	1 329
Año 11	323	949	57	940	399	1 304
Año 12	274	904	57	960	341	1 274
Año 13	191	919	48	960	242	1 305
Año 14 y después	1 261	12 480	71	10 360	1 759	17 266
MLP total vencido	2 663	$17 215	400	$15 120	3 366	$23 798
Menos interés	(745)		(88)		(1 077)	
Valor presente del MLP	$1 918		$312		$2 289	

	AMR		DELTA		UAL	
(Millones de dólares)	Capital	Operación	Capital	Operación	Capital	Operación
Extractos de las notas de arrendamiento (año 7)						
MLP adeudado						
Año 8	$ 255	$ 1 011	$101	$ 860	$ 288	$ 1 419
Año 9	250	985	100	860	262	1 395
Año 10	315	935	68	840	241	1 402
Año 11	297	931	57	830	314	1 380
Año 12	247	887	57	850	277	1 357
Año 13 y después	1 206	13 366	118	9 780	1 321	19 562
MLP total adeudado	2 570	$18 115	501	$14 020	2 703	$26 515
Menos interés	(806)		(117)		(853)	
Valor presente del MLP	$1 764		$384		$1 850	

Los arrendamientos tanto de capital como de operación no son cancelables. Las tasas de interés sobre los arrendamientos varían de 5% a 14%. (Suponga una tasa de impuestos marginal de 35% para las tres compañías.)

Se requiere:

a) Calcular las razones clave de liquidez, solvencia y rendimiento sobre la inversión para el año 8 (razón actual, razón de deuda total a capital, razón entre deuda a largo plazo y capital, razón de cobertura de intereses, rendimiento sobre el capital). Comente acerca del desempeño financiero, la posición financiera y el riesgo de estas tres compañías, como un grupo e individualmente a la vez.

b) Para comprender el efecto del elevado apalancamiento de operación sobre las ganancias de las líneas aéreas, prepare el siguiente análisis de sensibilidad: suponga que 25% de los costos de las aerolíneas son variables, es decir, por cada 1% de incremento (disminución) en los ingresos de operación, suponga que los costos de operación se incrementan (disminuyen) sólo 0.25%. Reconstruya el estado de resultados suponiendo que los ingresos de operación disminuyen en dos cantidades diferentes: 5% y 10%. ¿Qué sucede con las ganancias a estos niveles reducidos de ingresos? De igual manera, calcule las razones clave en estos niveles de ingreso hipotéticos. Comente acerca del riesgo de las operaciones de estas compañías.

c) ¿Por qué piensa usted que la industria de aerolíneas confía tanto en el arrendamiento como una forma de financiamiento? ¿Qué otras opciones de financiamiento podrían considerar las aerolíneas? Exponga las ventajas y desventajas de estas opciones en comparación con el arrendamiento.

COMPROBACIÓN
e) AMR actualizó el ingreso continuo del año 8, 1 210 dólares

d) Examine las notas del arrendamiento. ¿Piensa usted que la clasificación de arrendamiento adoptada por las compañías es razonable? Explique.

e) Reclasifique todos los arrendamientos de operación como arrendamientos de capital y haga los ajustes necesarios tanto en el balance como en el estado de resultados para el año 8. [Sugerencia: 1) Utilice los procedimientos descritos en el capítulo. 2) Suponga tasas de interés idénticas para los arrendamientos de operación y de capital. 3) No trate de articular el estado de resultados con el balance, es decir, haga por separado los ajustes en el balance y en el estado de resultados sin "hacer cuadrar" los efectos sobre las dos declaraciones. 4) Haga ajustes a la provisión de impuestos utilizando una tasa de impuesto marginal de 35%. Debido a que se da razón de todos los arrendamientos como arrendamientos de operación para propósitos de impuestos, la conversión de los arrendamientos de operación en arrendamientos de capital creará pasivos de impuestos diferidos. Sin embargo, debido a que no se está articulando el estado de resultados con el balance, se pueden ignorar los efectos de los impuestos diferidos sobre el balance.]

f) ¿Qué suposiciones hizo cuando reclasificó los arrendamientos como se especifica en (*e*)? Evalúe lo razonable de estas suposiciones y sugiera otros métodos que usted podría utilizar para mejorar la confiabilidad de su análisis.

g) Repita el análisis de la razón descrito en *a*) utilizando los estados financieros actualizados provenientes de *e*). Comente acerca del efecto de la clasificación del arrendamiento para las razones y su interpretación de la rentabilidad y el riesgo de las compañías (tanto colectiva como individualmente).

h) Utilizando los resultados del análisis que efectuó en *g*), explique la confianza de las aerolíneas en el financiamiento de arrendamientos y las clasificaciones de arrendamientos que hacen éstas. ¿Qué conclusiones puede hacer acerca de la importancia del análisis contable para el análisis financiero en este caso?

A continuación se muestran los estados financieros condensados de **General Electric**, junto con información de las notas concerniente a los beneficios posteriores a la jubilación:

General Electric

CASO 3-6
Análisis de los beneficios posteriores a la jubilación

DECLARACIONES DE INGRESOS

(Millones de dólares)	Año 8	Año 7	Año 6
Ingresos	$100 469	$90 840	$79 179
Costo de bienes y servicios	(42 280)	(40 088)	(34 591)
Interés, seguro y financiamiento	(20 970)	(18 083)	(15 615)
Otros gastos	(23 477)	(21 250)	(17 898)
Interés minoritario	(265)	(240)	(269)
Utilidad antes de impuestos	13 477	11 179	10 806
Provisión para impuestos	(4 181)	(2 976)	(3 526)
Utilidad neta	$ 9 296	$ 8 203	$ 7 280

BALANCES

	Año 8	Año 7
Activo		
Activo circulante	$243 662	$212 755
Activos de la planta	35 730	32 316
Activos intangibles	23 635	19 121
Otros	52 908	39 820
Activo total	$355 935	$304 012
Pasivo y capital		
Pasivos actuales	$141 579	$120 667
Préstamos a largo plazo	59 663	46 603
Otros pasivos	111 538	98 621
Interés minoritario	4 275	3 683
Capital de acciones de capital	7 402	5 028
Utilidades retenidas	31 478	29 410
Pasivos y capital totales	$355 935	$304 012

BENEFICIOS POSTERIORES A LA JUBILACIÓN: NOTAS

	BENEFICIOS DE PENSIÓN			BENEFICIOS DE SALUD Y VIDA PARA JUBILADOS		
(Millones de dólares)	Año 8	Año 7	Año 6	Año 8	Año 7	Año 6
Efecto sobre las operaciones						
Rendimiento esperado sobre los activos del plan	$ 3 024	$ 2 721	$2 587	$ 149	$ 137	$ 132
Costo de servicio por los beneficios ganados	(625)	(596)	(550)	(96)	(107)	(93)
Costo del interés sobre la obligación de beneficios	(1 749)	(1 686)	(1 593)	(319)	(299)	(272)
Costo previo al servicio	(153)	(145)	(99)	(8)	11	31
"Ganancia de transición" *SFAS* 87	154	154	154	—	—	—
Ganancia actuarial neta reconocida	365	295	210	(39)	(32)	(43)
Costo especial por jubilación temprana	—	(412)	—	—	(165)	—
Ingreso/(costo) de beneficios postjubilación	$ 1 016	$ 331	$ 709	$ (313)	$ (455)	$(245)
Obligación de beneficios (al 31 de dic.)						
Saldo al 1 de enero	$25 874	$23 251		$ 4 775	$ 3 954	
Costo del servicio por los beneficios ganados	625	596		96	107	
Costo del interés sobre la obligación de beneficios	1 749	1 686		319	299	
Contribuciones de participantes	112	120		24	21	
Modificaciones al plan	—	136		—	369	
Pérdida actuarial	1 050	1 388		268	301	
Beneficios pagados	(1 838)	(1 715)		(475)	(441)	
Costo especial de jubilación temprana	—	412		—	165	
Saldo al 31 de diciembre	$27 572	$25 874		$ 5 007	$ 4 775	

(Millones de dólares)	Beneficios de pensión Año 8	Año 7	Año 6	Beneficios de salud y vida para jubilados Año 8	Año 7	Año 6
Valor justo de los activos del plan (al 31 de dic.)						
Saldo al 1 de enero	$38 742	$33 686		$ 1 917	$ 1 682	
Rendimiento real sobre los activos del plan	6 363	6 587		316	343	
Contribuciones del empresario	68	64		339	312	
Contribuciones de los participantes	112	120		24	21	
Beneficios pagados	(1 838)	(1 715)		(475)	(441)	
Saldo al 31 de dic.	$43 447	$38 742		$ 2 121	$ 1 917	
Activos de pensión prepagados (al 31 de dic.)						
Valor justo de los activos del plan	$43 447	$38 742		$ 2 121	$ 1 917	
Sumar/deducir saldos no reconocidos:						
Ganancia de transición SFAS 87	(308)	(462)		—	—	
Ganancia actuarial neta	(9 462)	(7 538)		358	296	
Costo previo al servicio	850	1 003		108	116	
Obligación de beneficios	(27 572)	(25 874)		(5 007)	(4 775)	
Obligación de pensión	797	703		—	—	
Activo de pensión prepagado	$ 7 752	$ 6 574		$(2 420)	$(2 446)	
Suposiciones actuariales (al 31 de dic.)						
Tasa de descuento	6.75%	7.00%	7.50%	6.75%	7.00%	7.50%
Incremento en la compensación	5.00	4.50	4.50	5.00	4.50	4.50
Rendimiento sobre los activos	9.50	9.50	9.50	9.50	9.50	9.50
Tendencia del costo del cuidado de la salud			7.80	7.80	8.00	

Se requiere:

a) Determine la posición económica de los planes posteriores a la jubilación para cada uno del año 8 y el año 7. Actualice los balances y examine el efecto de reflejar la verdadera posición sobre las razones clave (deuda a capital, deuda de largo plazo a capital, rendimiento sobre el capital).

b) ¿Cuál es el costo de pensión económico para cada uno del año 8 y el año 7? Reconcílielo con el gasto de pensión declarado. Determine el gasto de pensión que usted consideraría para determinar el ingreso permanente y el ingreso económico de GE.

c) Evalúe las suposiciones actuariales clave. ¿Hay alguna sugerencia de administración de las ganancias?

d) En su editorial *Barron* sugirió que GE estaba utilizando las pensiones para administrar el crecimiento de sus ganancias:

> En el año 7, el ingreso de pensiones aportó 331 millones de dólares de las ganancias totales de 8 200 millones de dólares de GE. En el año 8, el ingreso de pensiones dio razón de 1 010 millones de dólares de las ganancias totales de la compañía de 9 300 millones de dólares. Bien, supóngase que no hubo ninguna contribución a ganancias ni en uno ni en otro año (en cualquier caso, no son adiciones reales en efectivo). Menos las contribuciones no en efectivo de los planes de pensión, el año 7 neto de GE fue de 7 900 millones de dólares; su año 8 fue de 8 300 millones de dólares. Con base en lo anterior, el aumento en las ganancias el año pasado fue aproximadamente de 400 millones de dólares, o alrededor de 5.1%. Y 5.1%, aun cuando es respetable, es una buena reducción de 13% que la compañía anunció triunfante... las acciones de GE, como se ha observado, se están vendiendo a alrededor de 40 veces más que las ganancias del año anterior.

¿Está usted de acuerdo con el editorial de *Barron*? ¿En qué forma, si la hay, podría estar administrando GE sus ganancias por medio de pensiones?

e) Observe la referencia a los flujos de efectivo en el editorial de *Barron*, "en cualquier caso, no son adiciones reales en efectivo". ¿Es cierto que todos los efectos de las ganancias que no necesariamente tienen un efecto igual y contemporáneo del flujo de efectivo están contaminados de alguna manera? Responda a esta pregunta con respecto a las revelaciones de pensión de GE. ¿Cuáles son los flujos de efectivo relacionados con los planes posteriores a la jubilación de GE? ¿Qué tan útiles son esos flujos de efectivo para comprender los aspectos económicos de los planes de beneficios posteriores a la jubilación, son más significativos que el número de gasto (ingreso) de pensión?

CASO 3-7
Análisis de obligaciones contingentes: Philip Morris

General Electric

Gran parte de los litigios contra **Philip Morris** se relaciona con la exposición de las personas al humo del tabaco en el ambiente. Philip Morris aborda este problema en los siguientes extractos de su informe anual del año 8:

Las demandas pendientes relacionadas con los productos de tabaco por lo general tienen cabida en tres categorías: i) casos de tabaquismo y salud que alegan daños personales entablados en nombre de demandantes individuales, ii) casos de tabaquismo y salud que alegan daños personales y declaran que se presentan en nombre de una clase de demandantes individuales, y iii) casos de recuperación del costo del cuidado de la salud presentados por demandantes gubernamentales y no gubernamentales que buscan obtener el reembolso de los gastos del cuidado de la salud supuestamente causados por fumar cigarrillos. Los demandantes gubernamentales han incluido a entidades locales, estatales y ciertas entidades de gobiernos extranjeros. Los demandantes no gubernamentales en estos casos incluyen fideicomisos sindicales de salud y bienestar social, grupos Blue Cross/Blue Shield, HMO (Health Maintenance Organization), hospitales, tribus de nativos estadounidenses, contribuyentes y otros. Los daños reclamados en algunas de las acciones de la clase de tabaquismo y salud y en los casos de recuperación de costos del cuidado de la salud están dentro de un intervalo de miles de millones de dólares. A continuación se exponen las teorías de los demandantes respecto a la recuperación y las defensas planteadas en esos casos.

En los años recientes, ha habido un considerable incremento en el número de casos de tabaquismo y salud presentados ante los tribunales. Al 31 de diciembre del año 8, había aproximadamente 510 casos de tabaquismo y salud presentados en nombre de demandantes individuales en Estados Unidos contra PM Inc. y, en algunos casos la compañía, en comparación con aproximadamente 375 de dichos casos al 31 de diciembre del año 7, y 185 de estos al 31 de diciembre del año 6. Muchos casos están pendientes en Florida, Virginia Occidental y Nueva York. Quince de los casos individuales incluyen alegatos de una variedad de daños personales supuestamente relacionados con la exposición al humo del tabaco en el ambiente.

Además, al 31 de diciembre del año 8, había aproximadamente 60 acciones de la clase putativa de tabaquismo y salud pendientes en Estados Unidos contra PM Inc. y, en algunos casos, la compañía (incluyendo ocho que implican alegatos de una variedad de daños personales relacionados con la exposición al humo del tabaco en el ambiente), en comparación con aproximadamente 50 de dichos casos al 31 de diciembre del año 7, y 20 de estos al 31 de diciembre del año 6. La mayoría de esas acciones pretenden constituir acciones de clase a nivel estatal y se presentaron después del mes de mayo del año 6, cuando el Tribunal de Apelaciones del Quinto Circuito, en el caso *Castano,* revocó la certificación de un tribunal federal de distrito de una acción de clase nacional demandada en nombre de personas que supuestamente eran "adictas" al tabaco o a los productos de tabaco.

Durante el año 7 y el año 8, PM Inc. y algunos otros fabricantes de productos de tabaco celebraron convenios para resolver la recuperación declarada y no declarada del costo del cuidado de la salud, así como otras reclamaciones de los 50 estados y de varios estados libres asociados y territorios de Estados Unidos. Los convenios están en proceso de ser aprobados por los tribunales, y varias terceras partes están impugnando algunos de esos convenios. Al 31 de diciembre del año 8, había aproximadamente 95 acciones de recuperación de costos del cuidado de la salud pendientes en Estados Unidos (salvo los casos cubiertos por los convenios), en comparación con aproximadamente 105 casos de recuperación de costos del cuidado de la salud pendientes al 31 de diciembre del año 7, y 25 casos semejantes al 31 de diciembre del año 6.

También hay varias acciones pendientes relacionadas con el tabaco fuera de Estados Unidos contra PMI y sus afiliadas y subsidiarias, que incluyen, al 31 de diciembre del año 8, aproximadamente 27 casos de tabaquismo y salud iniciados por uno o más individuos [Argentina (20), Brasil (1), Canadá (1), Italia (1), Japón (1), Escocia (1) y Turquía (2)] y seis acciones de la clase de tabaquismo y salud [Brasil (2), Canadá (3) y Nigeria (1)]. Además, se han entablado acciones de recuperación del costo del cuidado de la salud en Israel, la República de las Islas Marshall y Columbia Británica, Canadá; mientras que las repúblicas de Bolivia, Guatemala, Panamá y Nicaragua han entablado acciones en Estados Unidos.

Juicios pendientes y próximos: Al 22 de enero del año 9, se habían iniciado juicios en contra de PM Inc. y, en un caso, contra la compañía, dentro de la acción de la clase de tabaquismo y salud *Engle* en Florida (que se expone a continuación) y en casos individuales de tabaquismo y salud en California y Tennessee. Para el año 9 está programado que vayan a juicio los casos adicionales, que incluyen tres acciones de recuperación del costo del cuidado de la salud presentados por sindicatos en Ohio (febrero), Washington (septiembre) y Nueva York (septiembre) y dos acciones de la clase de tabaquismo y salud en Illinois (agosto) y Alabama (agosto). De igual manera, en la actualidad están programados doce casos individuales de tabaquismo y salud en contra de PM Inc. y, en algunos casos, la compañía para que vayan a juicio durante el año 9. Sin embargo, las fechas de los juicios están sujetas a cambios.

Veredictos en casos individuales: Durante los últimos tres años, los jurados han rendido veredictos en favor de los demandados en tres casos individuales de tabaquismo y salud y en un caso individual de tabaquismo y salud de exposición al humo del tabaco del ambiente. En junio del año 8, un tribunal de apelaciones de Florida revocó un veredicto del jurado de 750 000 dólares pronunciado en agosto del año 6 contra otro fabricante de cigarrillos de Estados Unidos. El demandante está buscando una apelación de esta sentencia ante la Suprema Corte de Florida. También en junio del año 8, un jurado de Florida le adjudicó a la sucesión de un fumador fallecido en un caso de tabaquismo y salud contra otro fabricante de cigarrillos de Estados Unidos

500 000 dólares por compensación de daños, 52 000 por gastos médicos y 450 000 por daños punitivos. Un tribunal de apelaciones de Florida ha decretado que este caso se juzgó en la jurisdicción equivocada y, en consecuencia, los demandados están tratando de hacer a un lado el veredicto y volver a presentar el caso en la jurisdicción correcta. En Brasil, en el año 7, un tribunal les otorgó a los demandantes en un caso de tabaquismo y salud el equivalente a 81 000 dólares en moneda brasileña, los honorarios del abogado y una anualidad mensual de 35 años igual a las dos terceras partes del último salario mensual del fumador fallecido. Ni la Compañía ni sus afiliadas fueron partes en esa acción.

Convenios de litigación: En noviembre del año 8, PM Inc. y otros fabricantes de productos de tabaco de Estados Unidos celebraron un Convenio maestro de conciliación (MSA, Master Settlement Agreement) con 46 estados, el Distrito de Columbia, los estados asociados de Puerto Rico, Guam, las Islas Vírgenes estadounidenses, Samoa estadounidense y las Marianas del Norte para dirimir la recuperación declarada y no declarada del costo del cuidado de la salud y otras demandas. PM Inc., y otros fabricantes de productos de tabaco de Estados Unidos habían dirimido previamente reclamaciones similares presentadas por Mississippi, Florida, Texas y Minnesota (junto con el MSA, *State Settlement Agreements*) y una acción de la clase de tabaquismo y salud de exposición al humo del tabaco en el ambiente presentada en nombre del personal de a bordo de los aviones. Los State Settlement Agreements (Convenios de conciliación de los estados) y ciertos convenios subordinados se presentan como anexos de varios informes de la compañía presentados ante la Securities and Exchange Commission (Comisión de Valores y Bolsa de Estados Unidos); dichos convenios y la conciliación de la exposición al humo del tabaco en el ambiente se discuten en anexos citados con más detalle.

PM Inc., registró casos antes de impuestos de 3 081 millones y 1 457 millones de dólares durante el año 8 y el año 7, respectivamente, para acumularlos a su participación de todas las porciones fijas y determinables de sus obligaciones conforme a los convenios de tabaco, así como 300 millones de dólares durante el año 8 para su obligación incondicional conforme a un convenio en principio de contribuir a un fideicomiso de cultivadores de tabaco, que se examina a continuación. Al 31 de diciembre del año 8, PM Inc., había acumulado costos de sus obligaciones conforme a estos convenios y con los cultivadores de tabaco que sumaban un total de 1 359 millones de dólares, pagaderos principalmente antes de finales del año 10. Los convenios de conciliación requieren que la industria tabacalera estadounidense haga pagos anuales considerables por las siguientes cantidades (con excepción de los pagos anuales futuros contemplados por el convenio en principio con los cultivadores de tabaco que se considera a continuación), sujetos a ajustes por varios factores, entre otros inflación, participación de mercado y volumen de la industria: año 9, 4 200 millones de dólares (de los cuales 2 700 millones están relacionados con el MSA y ya han sido pagados por la industria), año 10, 9 200 millones de dólares; año 11, 9 900 millones de dólares; año 12, 11.3 millones de dólares; año 14 hasta el año 17, 8 400 millones de dólares; y de ahí en adelante, 9 400 millones de dólares. Además, se requiere que la industria tabacalera estadounidense pague los honorarios de los abogados de los demandantes, sujeto a un *cap* anual de 500 millones, así como cantidades adicionales, como sigue: año 9, 450 millones de dólares; año 10, 416 millones de dólares; y año 11 hasta el año 12, 250 millones de dólares. Estas obligaciones de pago son varias y no son obligaciones conjuntas de cada demandado. La porción de PM Inc. de los futuros pagos y honorarios legales ajustados, que no es posible estimar en la actualidad, se basará en su participación de los embarques domésticos de cigarrillos en el año anterior al cual se hace el pago. La participación de PM Inc. en los embarques en el año 8 fue de aproximadamente 50%.

Los State Settlement Agreements también incluyen provisiones relacionadas con las restricciones de publicidad y mercadotecnia, la revelación pública de ciertos documentos de la industria, las limitaciones sobre los retos a las leyes de control del tabaco y consumo de tabaco por los menores de edad y otras provisiones. Al 22 de enero del año 9, el MSA había sido aprobado por los tribunales de 41 estados y en el Distrito de Columbia, Puerto Rico, Guam, las Islas Vírgenes estadounidenses, la Samoa estadounidense y las Marianas del Norte. Si una jurisdicción no obtiene la probación judicial final del MSA para el 31 de diciembre del año 11, el convenio se terminará respecto a dicha jurisdicción.

Como parte del MSA, los demandados se comprometieron a trabajar en colaboración con la comunidad de cultivadores de tabaco para tratar asuntos relacionados con el efecto económico adverso potencial del MSA sobre esa comunidad. Para ese fin, en enero del año 9, los cuatro principales fabricantes de tabaco estadounidenses, incluida la PM Inc., convinieron en principio en participar en el establecimiento de un fideicomiso de 5 150 millones para que lo administren los estados en donde se cultiva tabaco. En la actualidad se contempla que el fideicomiso será fondeado por los participantes de la industria durante 12 años, a partir del año 9. PM Inc., ha convenido en pagar 300 millones al fideicomiso en el año 9, cantidad que se ha cargado al ingreso de operación del año 8. Los pagos anuales subsiguientes de la industria se ajustarán en cuanto a varios factores, que incluyen inflación y consumo de cigarrillos en Estados Unidos, y se asignarán basándose en la participación de mercado de cada fabricante.

La compañía considera que los State Settlement Agreements podrían afectar de un modo adverso y concreto al negocio, el volumen, los resultados de las operaciones, los flujos de efectivo, o la posición financiera de PM Inc., y la compañía en los años futuros. El grado del efecto adverso dependerá, entre otras cosas, de los índices de disminución de las ventas de cigarrillos en Estados Unidos en los segmentos de calidad superior y de descuento, de la participación de mercado de PM Inc., en los segmentos domésticos de calidad superior y de descuento, así como del efecto de cualquier ventaja de costo resultante de los fabricantes que no están

sujetos al MSA y a los otros convenios estatales. Al 22 de enero del año 9, los fabricantes que representan a casi todos los embarques domésticos en el año 8 habían convenido en sujetarse a los términos del MSA.

Se requiere:

a) Philip Morris clasifica las demandas legales pendientes contra la compañía y relacionadas con el tabaco, en tres categorías generales. ¿Cuáles son esas tres categorías? ¿Cuál es el número de reclamaciones para cada una de esas categorías a finales del año 8?

b) ¿Puede usted determinar cuánto pasivo se registra para cada una de esas categorías al 31 de diciembre del año 8? Explique.

c) ¿Puede usted determinar qué cantidad se carga contra las ganancias en el año 8 para las pérdidas contingentes en los litigios del tabaco? Explique.

d) ¿Piensa usted que las pérdidas finales excederán a las pérdidas registradas actualmente en el balance? Explique.

e) Describa los ajustes a los estados financieros de PM y al análisis financiero de PM de un inversionista, para reflejar los estimados de pérdidas acumuladas insuficientes o en exceso.

CAPÍTULO CUATRO

4

ANÁLISIS DE LAS ACTIVIDADES DE INVERSIÓN

RETROSPECTIVA <

La discusión del análisis contable se inició con el estudio y la interpretación de las actividades financieras. También se estudia la interacción de las actividades de financiamiento con las actividades de operación e inversión, así como la importancia del acreedor comparada con el financiamiento de capital.

EN ESTE CAPÍTULO •

La discusión del análisis contable se extiende hasta las actividades de inversión. De igual manera, se analizan activos como cuentas por cobrar, inventarios, propiedad, equipo e intangibles. Se explica la forma en que estas cifras reflejan el desempeño y los requerimientos de financiamiento de la compañía, y la forma en que los ajustes a esas cifras mejoran el análisis.

MÁS ADELANTE >

El capítulo 5 extiende el análisis de las actividades de inversión hasta las inversiones entre las corporaciones. El análisis y la interpretación de las actividades de inversión de una compañía requieren una comprensión de las diferencias en la contabilidad para varias clases de inversiones. El capítulo 6 se enfoca en las actividades de operación y la medición del ingreso.

OBJETIVOS DEL ANÁLISIS

- Definir el activo circulante y su relevancia para el análisis.
- Explicar la administración del efectivo y sus implicaciones en el análisis.
- Analizar las cuentas por cobrar, las asignaciones para deudas incobrables y la bursatilización.
- Interpretar los efectos de los métodos de inventario alternativos conforme a diferentes condiciones de negocios.
- Explicar el concepto de activos a largo plazo y sus implicaciones en el análisis.
- Interpretar la valuación y la asignación de costos de activos de la planta y de recursos naturales.
- Describir y analizar los activos intangibles y las revelaciones de los mismos.
- Analizar los estados financieros en lo concerniente a activos no registrados y contingentes.

Administración de activos de operación

ROUND ROCK, TEXAS. Dell generó 5300 millones de dólares en flujos de efectivo a partir de sus actividades de operación en 2005, un incremento de 45% en comparación con el año anterior. Las reducciones en el capital de trabajo neto dieron razón de 1800 millones de este flujo de efectivo. Dell ha utilizado sus considerables flujos de efectivo de operación para fondear recompras de acciones que suman más de 3000 millones en 2005 y 3400 millones adicionales en los dos años anteriores.

La administración eficiente del inventario de Dell es legendaria. *Fortune* (2005) manifiesta "una diferencia fundamental entre Dell y la competencia es que en Dell, cada máquina individual se fabrica para satisfacer un pedido específico. Los demás producen máquinas para ajustarse a un pronóstico de ventas. Las ventajas que obtiene Dell de este modelo aplicado en la fábrica son tangibles y enormes. Por ejemplo, las fuentes de la industria afirman que en la actualidad Dell sólo tiene un inventario suficiente para cuatro días, mientras que el de IBM es para 20 días y el de HP es para 28 días. Obviamente, un inventario bajo libera montañas de efectivo para Dell, que en el caso de IBM y HP está comprometido".

Dell también es eficiente en la fabricación controlada: una vez más, *Fortune* (2005) publica que Dell "insta a todos sus proveedores –desde los fabricantes de drives hasta Intel– a almacenar sus inventarios tan cerca como sea posible de sus fábricas. Cualquier costo que se pueda 'compartir con' (léase 'transferir a') esos proveedores, se transfiere. (¿A alguien le recuerda esto a cierto importante minorista con sede en Bentonville, Arkansas?) Si usted visita la planta de Dell, podrá ver que los trabajadores descargan los componentes de un proveedor casi directamente en la línea de ensamble". Dell utiliza a sus proveedores para reducir la cantidad de inventarios de materia prima que mantiene y hace más eficiente la fabricación, con el fin de reducir la cantidad de inventarios del trabajo en proceso vinculados con la fábrica.

La administración eficiente de los activos de operación es la clave

Dell desempeña sus actividades de operación con activos de operación de tres a cinco veces menos que los de HP e IBM. Su inversión de capital más baja libera un efectivo que se utiliza para propósitos más productivos. Además reduce los costos generales, como depreciación, seguro y mantenimiento, lo que mejora la rentabilidad.

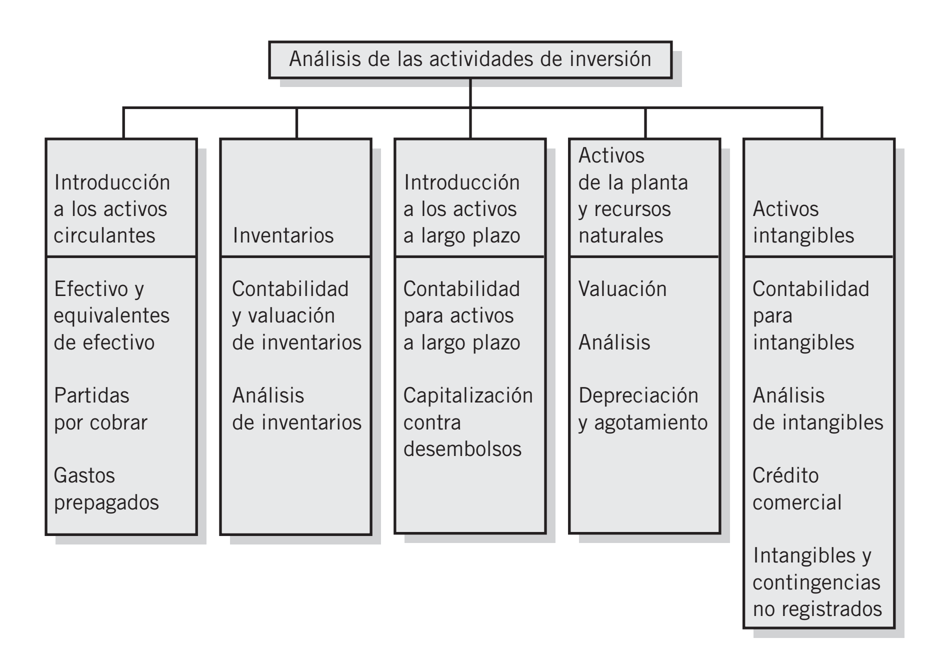
Además, aun cuando Dell proporciona el financiamiento de las compras de los consumidores, no lleva esas cuentas por cobrar en su balance. En vez de ello, ha logrado un arreglo con CIT, la compañía financiera para el consumidor, a fin de colocar y llevar sus cuentas por cobrar. Dell obtiene las ventas y CIT maneja el crédito a cambio de una retribución.

La administración eficiente de los activos de operación es la clave para lograr un elevado nivel de desempeño. Nadie hace eso mejor que Dell. Esto ha ayudado a Dell a producir un rendimiento de 42% sobre su capital, es decir, 50% más elevado que IBM y casi cinco veces más elevado que HP.

PRESENTACIÓN DEL CAPÍTULO 4

Los **activos** son recursos controlados por una compañía con el propósito de generar utilidades. Se clasifican en dos grupos, circulantes y no circulantes. Los **activos circulantes** son recursos que se convierten fácilmente en efectivo dentro del *ciclo de operación* de la compañía. Los **activos a largo plazo** (o **no circulantes**) son recursos que se espera beneficien a la compañía durante periodos posteriores al periodo actual. Los principales activos a largo plazo incluyen inmuebles, planta, equipo, intangibles, inversiones y cargos diferidos. Una distinción que a menudo es útil para el análisis consiste en designar a los activos como activos financieros o activos de operación. Los **activos financieros** consisten principalmente en valores comerciables y otras inversiones en activos que no son de operación. Por lo común se valúan al valor justo (de mercado) y se espera que produzcan rendimientos iguales a su costo de capital ajustado al riesgo. Los **activos de operación** constituyen la mayor parte de los activos de una compañía. Por lo común se valúan al costo y se espera que produzcan rendimientos superiores al costo promedio ponderado del capital. Este capítulo estudia los aspectos contables que entrañan la valuación

de activos, excepto las inversiones entre corporaciones y su subsiguiente asignación del costo. Asimismo, se explican las implicaciones de la contabilidad de activos en el análisis del crédito y la rentabilidad y en la valuación del capital. A continuación aparecen el contenido y la organización de este capítulo:



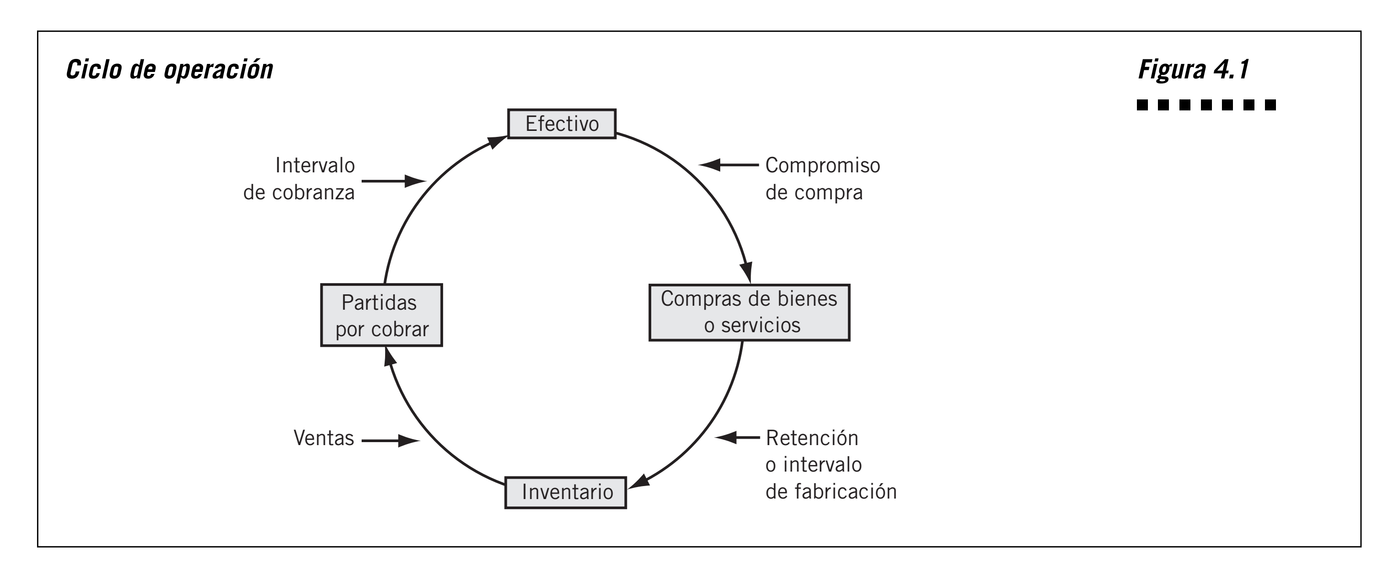
Los activos relacionados con inversiones en valores comerciables e inversiones de capital en afiliadas consolidadas y no consolidadas, junto con las inversiones en valores derivados, se examinan en el capítulo 5.

INTRODUCCIÓN A LOS ACTIVOS CIRCULANTES

Los **activos circulantes** incluyen efectivo y otros activos que son convertibles en efectivo, por lo común dentro del ciclo de operación de la compañía. Un **ciclo de operación**, que se muestra en la figura 4.1, es la cantidad de tiempo desde el compromiso de efectivo para las compras hasta la cobranza del efectivo resultante de las ventas de bienes o servicios. Es el proceso mediante el cual una compañía convierte el efectivo en activos a corto plazo y de nuevo en efectivo como parte de las actividades de operación continuas. En el caso de una compañía de fabricación, esto implicaría la compra de materia prima, convertirla en bienes terminados y después venderlos y cobrar el efectivo de las cuentas por cobrar. El efectivo representa el punto de partida y el punto final del ciclo de operación. Éste se utiliza para clasificar los activos (y los pasivos) ya sea como circulantes o como no circulantes. Se espera que los activos circulantes se vendan, se cobren o se utilicen en el transcurso de un año o del ciclo de operación, lo que sea mayor.[1] Los ejemplos comunes son efectivo, equivalentes de efectivo, cuentas por cobrar a corto plazo, valores a corto plazo, inventarios y gastos prepagados.

El exceso de activos circulantes sobre pasivos circulantes se conoce como **capital de trabajo**. El capital de trabajo es una espada de doble filo –las compañías necesitan capital de trabajo para operar en forma eficaz; sin embargo, el capital de trabajo es costoso ya que se debe financiar

[1] De manera similar, los pasivos circulantes son obligaciones vencidas que se deben pagar o liquidar en el transcurso de un año o del ciclo de operación, el que sea más largo.



y puede implicar otros costos de operación, como pérdidas de crédito sobre cuentas por cobrar y costos de almacenamiento y logística para los inventarios–. Muchas compañías tratan de mejorar la rentabilidad y el flujo de efectivo reduciendo la inversión en activos circulantes por medio de métodos, como colocación y cobranza de cuentas por cobrar y administración justo a tiempo del inventario. Además, las compañías tratan de financiar una gran porción de sus activos circulantes por medio de pasivos circulantes, como cuentas por pagar y acumulaciones, en un intento de reducir el capital de trabajo.

Debido al efecto de los activos circulantes (y de los pasivos circulantes) sobre la liquidez y la rentabilidad, el análisis de los activos circulantes (y de los pasivos circulantes) es muy importante tanto en el análisis del crédito como en el análisis de la rentabilidad. Estos aspectos se examinan con mayor detalle más adelante. En este capítulo, el análisis se restringe a los aspectos contables de los activos circulantes, específicamente la valuación y el trato como gasto.

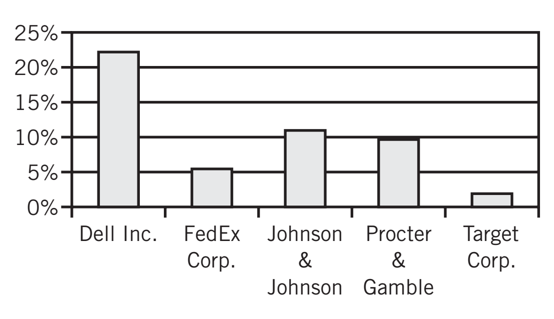
Efectivo y equivalentes de efectivo

El **efectivo**, el activo más líquido, incluye moneda y fondos disponibles en depósito. Los **equivalentes de efectivo** son inversiones a corto plazo altamente líquidas que: 1) se convierten fácilmente en efectivo y 2) están tan cerca del vencimiento que tienen un riesgo mínimo de cambios de precios debidos a movimientos de la tasa de interés. Estas inversiones por lo común tienen vencimientos de tres meses o menos. Algunos ejemplos de equivalentes de efectivo son letras de tesorería, papel comercial y fondos del mercado de dinero a corto plazo. Los equivalentes de efectivo a menudo sirven como depósitos temporales del exceso de efectivo.

El concepto de **liquidez** es importante en el análisis de estados financieros. Por liquidez se entiende la cantidad de efectivo o equivalentes de efectivo que tiene disponible la compañía y la cantidad de efectivo que puede reunir en un periodo breve. La liquidez proporciona flexibilidad para aprovechar las condiciones cambiantes del mercado y para reaccionar ante las acciones estratégicas de los competidores. La liquidez también se relaciona con la capacidad de una compañía de cumplir sus obligaciones a medida que vencen. Muchas compañías con balances sólidos (donde existe un capital propio considerable en relación con los activos totales), pueden no obstante enfrentar serias dificultades debido a su falta de liquidez.

GLOBAL
Una compañía debe divulgar las restricciones sobre el efectivo en cuanto a las cuentas ubicadas en países extranjeros.

Las compañías difieren ampliamente en cuanto a la cantidad de activos líquidos que llevan en sus balances. En la gráfica que acompaña a este texto, se observa que el efectivo y los equivalentes de efectivo como un porcentaje de los activos totales varían entre 2% (Target) y 22% (Dell). Estas diferencias son el resultado de varios factores. En general, las compañías en una industria dinámica requieren una creciente liquidez para aprovechar las oportunidades y reaccionar ante un panorama competitivo que cambia rápidamente.



Además de examinar la cantidad de activos líquidos disponibles para la compañía, los analistas deben considerar también lo siguiente:

1. Según el grado en que se inviertan los equivalentes de efectivo en valores de capital, las compañías se arriesgan a una reducción en la liquidez en caso de que disminuya el valor de mercado de esas inversiones.
2. En ocasiones se necesita mantener efectivo y equivalentes de efectivo como saldos compensatorios para respaldar los arreglos de préstamos existentes, o como colateral del endeudamiento. Por ejemplo, conforme a los términos de un arrendamiento, a eBay, Inc., se le solicitó colocar 126 millones de sus 400 millones de dólares en efectivo y valores de inversión como colateral durante el término del arrendamiento. Por consiguiente, esas inversiones no estaban disponibles para cumplir las necesidades de operación normales de la compañía.

Partidas por cobrar

Las **partidas por cobrar (derechos)** son cantidades adeudadas a la compañía que provienen de la venta de productos o servicios, o de anticipos (préstamos de dinero) a otras compañías. Las **cuentas por cobrar** se refieren a las cantidades adeudadas a la compañía que se originan de las ventas de productos o servicios. Los **pagarés por cobrar** se refieren a promesas formales por escrito de endeudamiento vencido. Algunas otras partidas por cobrar a menudo requieren revelaciones separadas por fuente, incluyendo las partidas por cobrar de compañías afiliadas, funcionarios corporativos, directores de la compañía y empleados. Las compañías pueden establecer partidas por cobrar sin la facturación formal de un deudor. Por ejemplo, los costos acumulados conforme a un contrato de costo más honorarios fijos o algunos otros tipos de contratos por lo común se registran como partidas por cobrar cuando se ganan, aunque todavía no se facturen al cliente. De igual manera, las reclamaciones de reembolsos de impuestos a menudo se clasifican como partidas por cobrar. Las partidas por cobrar clasificadas como activos circulantes son las que se espera recaudar en el transcurso de un año o ciclo de operación, el que sea más largo.

Valuación de partidas por cobrar

Es importante analizar las partidas por cobrar debido al efecto sobre la posición de los activos y el flujo de ingreso de una compañía. Estos dos efectos están interrelacionados. La experiencia señala que las compañías no cobran todas las partidas por cobrar. Aun cuando las decisiones acerca de la cobranza se pueden tomar en cualquier momento, la posibilidad de cobranza de las partidas por cobrar en conjunto se estima mejor basada en la experiencia pasada, con la debida consideración de las condiciones actuales de la economía, la industria y el deudor. El riesgo en este análisis es que la experiencia pasada podría no ser un factor de predicción adecuado de las futuras pérdidas, o que no se consideren las condiciones actuales en su totalidad. Las pérdidas derivadas de las partidas por cobrar pueden ser considerables y afectar tanto los activos circulantes como la utilidad neta actual y futura.

En la práctica, las compañías registran las partidas por cobrar a su **valor neto realizable**, es decir, la cantidad total de partidas por cobrar menos una asignación para cuentas incobrables. La administración estima la asignación para las cuentas incobrables basándose en la experiencia, los bienes del cliente, las expectativas de la economía y la industria, y las políticas de cobranza. Las cuentas incobrables se cancelan contra la asignación (usualmente asentada como una deducción de las partidas por cobrar en el balance) y la pérdida esperada se incluye en gastos de operación actuales. La evaluación de la calidad de las ganancias a menudo resulta afectada por un análisis de las partidas por cobrar y su probabilidad de cobranza. El analista debe estar alerta a los cambios en la cuenta de asignaciones –calculada en relación con las ventas, las partidas por cobrar, o las condiciones del mercado y de la industria–.

Análisis de partidas por cobrar

Aunque una opinión no calificada de un auditor independiente confía en la validez de las partidas por cobrar, el análisis debe reconocer la posibilidad de un error de juicio respecto a la cobranza final. También es necesario estar alerta a los incentivos de la administración para declarar niveles más elevados de ingreso y de activos. A este respecto, el análisis de partidas por cobrar se enfrenta a dos preguntas importantes.

Riesgo de cobranza. La mayoría de las provisiones para cuentas incobrables se basan en la experiencia pasada, aunque tomando en consideración las condiciones actuales y emergentes de la economía, la industria y el deudor. En la práctica, es probable que la administración le conceda más importancia a la experiencia pasada, debido a la dificultad para predecir las condiciones económicas y de la industria. El análisis debe tener presente que aun cuando un método basado en fórmulas para calcular la provisión para deudas incobrables es conveniente y práctico, refleja un criterio mecánico que produce errores. El análisis se debe basar en el conocimiento de las condiciones de la industria para evaluar en forma confiable la provisión para cuentas incobrables.

La información completa para evaluar el *riesgo de cobranza* por lo común no se incluye en los estados financieros. La información se debe obtener de otras fuentes o de la compañía. Las herramientas del análisis para investigar la probabilidad de cobranza incluyen:

- Comparar las cuentas por cobrar de los competidores como un porcentaje de las ventas con las de la compañía que se está analizando.
- Examinar la concentración en cuanto al cliente: el riesgo se incrementa cuando las partidas por cobrar están concentradas en uno o en pocos clientes.
- Calcular e investigar las tendencias en el periodo promedio de cobranza de partidas por cobrar, comparadas con los términos de crédito acostumbrados en la industria.
- Determinar la porción de partidas por cobrar que son renovaciones de cuentas o pagarés previos por cobrar.

Un caso interesante que supone la valuación de partidas por cobrar y su importancia para el análisis es el de Brunswick Corp. En un informe anual pasado, Brunswick hizo una “provisión especial para posibles pérdidas sobre partidas por cobrar” que implicaba una cancelación de 15 millones de dólares. La administración argumentó que habían aparecido circunstancias que no fueron evidentes para la administración o el auditor a finales del año anterior, cuando una cantidad importante de esas partidas por cobrar se declararon como en circulación. La administración explicó esas cancelaciones como sigue (las fechas se han adaptado):

EXTRACTO DEL ANÁLISIS

Los incumplimientos en los pagos periódicos, principalmente relacionados con algunas de las grandes cuentas de cadena, continuaron en un nivel insatisfactorio. Las cuentas que no son de cadena, que incluyen alrededor de 80% de las partidas por cobrar con pagos a plazos, por lo general son cuentas que pagan mejor. En el último trimestre de 20X6, la línea de pago promedio por establecimiento no llegó a la línea relativamente baja del periodo comparable de 20X5, lo que resultó en que los problemas de cobranza empeoraron en ciertas cuentas. El hecho de que las cobranzas fueran más bajas a finales de 20X6 contribuyó a la decisión de la administración de incrementar las reservas. Después de la provisión adicional de 15 millones de dólares, las reservas totales para posibles pérdidas futuras sobre todas las partidas por cobrar aumentaron a 66 millones de dólares.

Aunque es imposible definir con precisión el momento en que la cobranza de una partida por cobrar es lo bastante dudoso como para requerir una provisión, la pregunta relevante es si el análisis puede advertir acerca de una provisión inadecuada. En el año 20X5 del caso de Brunswick,

el análisis debió revelar lo inadecuado de la provisión de deuda incobrable (reflejada en la razón entre la asignación para cuentas incobrables y las cuentas brutas de partidas por cobrar) en vista de las condiciones conocidas de la industria. Posiblemente no es una coincidencia que el ingreso de Brunswick alcanzara el máximo en 20X5, año en que resultó beneficiada debido a la provisión insuficiente (la asignación insuficiente para cuentas incobrables resultó en un gasto de deuda menor y en un ingreso más elevado).

El análisis de la posición financiera actual y de la capacidad de una compañía de cumplir sus obligaciones actuales, reflejadas en medidas como la razón actual, también debe reconocer la importancia del ciclo de operación en la clasificación de las partidas por cobrar como circulantes. El ciclo de operación puede resultar en partidas por cobrar a plazos que no es posible cobrar durante varios años, o incluso décadas, y que se asientan en activos circulantes (por ejemplo, compañías vinícolas). El análisis de los pasivos circulantes debe reconocer esos riesgos de tiempo y ajustarlos.

PUNTO DE VISTA DEL ANÁLISIS . . . USTED ES EL AUDITOR

Su cliente manifiesta resultados financieros preliminares que muestran un crecimiento de 15% en las ganancias. Este crecimiento cumple las predicciones anteriores de la administración. En la auditoría, usted descubre que la administración redujo la asignación para cuentas incobrables de 5% a 2% de las cuentas brutas de partidas por cobrar. En ausencia de este cambio, las ganancias mostrarían un crecimiento de 9%. ¿Tiene usted alguna inquietud en cuanto a este cambio en el estimado?

Respuesta, página 224

Autenticidad de las partidas por cobrar. La descripción de las partidas por cobrar en los estados financieros o en las notas por lo común es insuficiente para proporcionar indicios confiables acerca de si las partidas por cobrar son genuinas, vencidas y exigibles. Para mayor seguridad, se recurre a las prácticas de la industria y fuentes de información adicionales. Un factor que afecta la autenticidad es el *derecho de devolver la mercancía.* Los clientes en ciertas industrias, como las de revistas, libros de texto o juguetes, disfrutan de un amplio derecho de devolución de la mercancía. El análisis debe considerar los privilegios de devolución. Los privilegios de devolución flexibles pueden afectar la calidad de las partidas por cobrar.

Las partidas por cobrar también están sujetas a varias contingencias. El análisis revela si las contingencias afectan el valor de las partidas por cobrar. Una nota a los estados financieros de O. M. Scott & Sons revela varias contingencias:

EXTRACTO DEL ANÁLISIS

Cuentas por cobrar: Las cuentas por cobrar se declaran netas después de las asignaciones para rendimientos y cuentas dudosas de 472 000 dólares. Las cuentas por cobrar incluyen aproximadamente 4 785 000 dólares por envíos hechos conforme a un plan de pago diferido mediante el cual el derecho a la mercancía se transfiere al distribuidor cuando se envía; sin embargo, la compañía retiene un interés de garantía en dicha mercancía hasta que la vende el distribuidor. El pago a la compañía vence para el distribuidor cuando la mercancía se vende en tiendas de menudeo. La cantidad de partidas por cobrar de este tipo en ningún momento excederá de 11 millones de dólares conforme a los términos del préstamo y el contrato de garantía.

Las partidas por cobrar como éstas a menudo implican un mayor riesgo de cobranza que las partidas por cobrar sin contingencias.

Bursatilización de partidas por cobrar. Otro aspecto importante del análisis surge cuando una compañía le vende todas sus partidas por cobrar o una porción de ellas a una tercera parte que, por lo común, financia la venta vendiendo bonos de capital a los mercados de capital. La cobranza de esas partidas por cobrar proporciona la fuente para el rendimiento sobre el bono. Dicha

práctica se conoce como **bursatilización**. (La venta de partidas por cobrar a un banco o una compañía financiera comercial se conoce como **factoraje**.) Las partidas por cobrar se pueden vender con o sin recurso a un comprador (*recurso* se refiere a la garantía de cobranza). La venta de partidas por cobrar *con recurso* no transfiere realmente el riesgo de propiedad de partidas por cobrar del vendedor.

Las partidas por cobrar se pueden mantener fuera del balance sólo cuando la compañía que vende sus partidas por cobrar le entrega todo el control sobre las partidas por cobrar a un comprador independiente con el suficiente poder financiero. Esto significa que en tanto un comprador posea cualquier tipo de recurso o la compañía vendedora tenga cualquier grado de interés retenido en las partidas por cobrar, la compañía que las vende debe seguir registrando tanto un activo como un pasivo de compensación por la cantidad vendida.

La bursatilización de partidas por cobrar a menudo se logra estableciendo una entidad para propósitos especiales (SPE, Special purpose entity), como el fideicomiso del ejemplo 4.1, para comprarle a la compañía las partidas por cobrar y financiar la compra por medio de la venta de bonos en el mercado. Capital One Corporation (que se mencionó en el capítulo 3) ofrece un excelente ejemplo de una compañía que titulariza una porción significativa de sus partidas por cobrar. La compañía de finanzas para el consumidor ha vendido 42 000 millones de los 80 000 millones de dólares en su cartera de préstamos y reconoce que la bursatilización es una fuente importante de su financiamiento.

EJEMPLO 1.1

Syntex Co. titulariza todas sus partidas por cobrar de 400 millones de dólares vendiéndole la cartera a un fideicomiso que financia la compra vendiendo bonos. Como resultado, las partidas por cobrar se eliminan del balance y la compañía recibe 400 millones de dólares en efectivo. El balance y las razones clave de Syntex se muestra a continuación conforme a tres escenarios optativos: 1) antes de titularizar las partidas por cobrar; 2) después de titularizar las partidas por cobrar con un financiamiento fuera del balance (según se manifiestan con arreglo a los GAAP), y 3) después de titularizar las partidas por cobrar *pero* reflejando la bursatilización como un préstamo (lo que refleja los ajustes del analista). Observe la forma en que el escenario 2, comparado con la verdadera posición económica del escenario 3, mejora de un modo ficticio el balance al no manifestar una porción de los pasivos circulantes.

BALANCE

	Antes	Después	Ajustado		Antes	Después	Ajustado
Activos				**Pasivos**			
Efectivo	$ 50	$ 450	$ 450	Pasivos circulantes	$ 400	$ 400	$ 800
Partidas por cobrar	400	0	400	Pasivos no circulantes	500	500	500
Otros activos circulantes	150	150	150				
Total de activos circulantes	600	600	1 000	**Capital**	600	600	600
Activos no circulantes	900	900	900				
Activos totales	$1 500	$1 500	$1 900	Pasivos y capital totales	$1 500	$1 500	$1 900

RAZONES CLAVE

Razón del circulante	1.50	1.50	1.25
Deuda total a capital	1.50	1.50	2.17

Sears, Roebuck and Company también ha empleado esta técnica para eliminar una porción considerable de las partidas por cobrar de su balance, y constituye un ejemplo de los efectos de la bursatilización fuera del balance que se han anulado conforme a los estándares contables actuales.

La venta de partidas por cobrar a una SPE sólo las elimina del balance siempre y cuando no se requiera que la SPE se consolide con la compañía que vende las partidas por cobrar. La consolidación (que se cubre en el capítulo 5) resulta en una suma de los balances de la compañía y de la SPE, eliminando así los beneficios de la bursatilización.

PRÉSTAMOS ARRIESGADOS
La bursatilización a menudo incluye acreedores que hacen paquetes de préstamos, los venden a inversionistas, y luego utilizan el capital liberado para hacer nuevos préstamos. Sin embargo, los acreedores a menudo retienen la porción más arriesgada de los préstamos debido a que es la más difícil de vender, lo que significa que todavía podrían estar en problemas si los préstamos resultan incobrables.

Las reglas de consolidación concernientes a las SPE son complicadas, y si las SPE no están bien estructuradas, pueden resultar en la consolidación de la SPE con la compañía vendedora. La SFAS 140, "Accounting for Transfers and Servicing of Financial Assets and Extinguishment of Liabilities" (Contabilidad para transferencias y pagos de activos financieros y extinción de obligaciones), y la FIN 46R, "Consolidation of Variable Interest Entities" (Consolidación de entidades de interés variable) (explicadas en el capítulo 3), establecieron nuevas condiciones para que una bursatilización se pueda registrar como una venta de partidas por cobrar y la consiguiente eliminación del balance. En breve, para evitar la consolidación (que resulta en un registro continuo de las partidas por cobrar como un activo en el balance) la compañía que vende las partidas por cobrar no puede tener recurso alguno o alguna otra relación continua con las partidas por cobrar después de la venta y la compañía compradora debe ser independiente y suficientemente capitalizada (usualmente se acepta por lo menos 10% de capital) para financiar sus operaciones sin ningún respaldo externo. Como resultado del estándar, Sears ahora consolida sus fideicomisos de partidas por cobrar, reconociéndolo así en su balance de 8 000 millones de dólares de partidas por cobrar de tarjetas de crédito y préstamos relacionados previamente no consolidados. La compañía ahora da razón de las bursatilizaciones como préstamos garantizados.

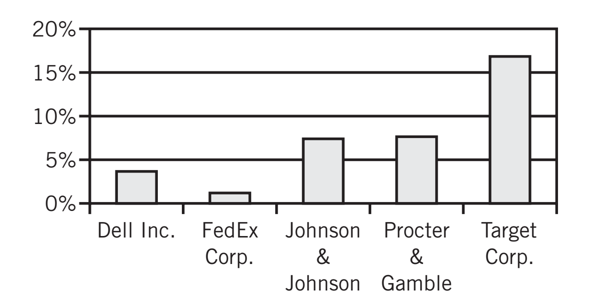
Gastos prepagados

Los **gastos prepagados** son pagos anticipados por servicios o bienes todavía no recibidos. Algunos ejemplos son los pagos de renta, seguro, instalaciones e impuestos sobre la propiedad. Los gastos prepagados por lo común se clasifican en activos circulantes, debido a que reflejan servicios vencidos que de otra manera requerirían la utilización de los activos circulantes.

INVENTARIOS

Contabilidad y valuación de inventarios

Los **inventarios** son bienes retenidos para su venta como parte de las operaciones de negocios normales de una compañía. Con excepción de ciertas organizaciones de servicio, los inventarios son activos esenciales e importantes de las compañías. Se analizan los inventarios debido a que son un componente importante de los activos de operación y a que afectan directamente la determinación del ingreso.

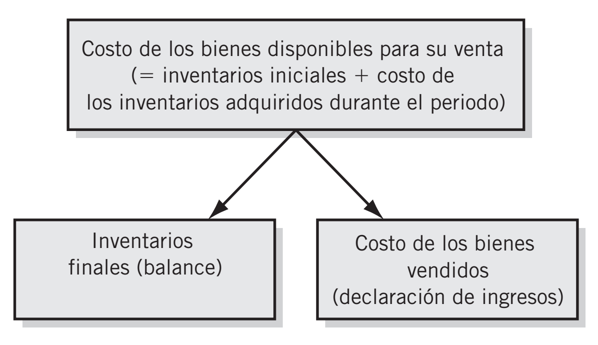


La importancia de los métodos de cálculo del costo para la valuación del inventario se debe al efecto de éstos sobre la valuación de la utilidad neta y de los activos. Dichos métodos de cálculo se utilizan para asignar el costo de los bienes disponibles para su venta (inventario inicial más compras netas) ya sea entre el costo de los bienes vendidos (una deducción del ingreso) o el inventario final (un activo circulante). En consecuencia, la asignación de costos al inventario afecta la medición tanto del ingreso como de los activos.

La **ecuación del inventario** es útil para comprender los flujos del inventario. Para una compañía comercial:

Inventarios iniciales + Compras netas − Costo de los bienes vendidos = Inventarios finales

Esta ecuación pone de relieve el flujo de costos dentro de la compañía. Se puede expresar de otra forma, como se muestra en el gráfico adyacente:



Los costos de los inventarios se registran inicialmente en el saldo. A medida que se venden los inventarios, esos costos se eliminan del balance y fluyen hacia la declaración de ingresos como costo de los bienes vendidos (COGS, Cost of goods sold). Los costos no pueden estar en dos lugares al mismo tiempo; o se quedan en el balance (como un gasto futuro), o bien se reconocen actualmente en la declaración de ingresos y se reduce la rentabilidad para igualarlos contra el ingreso de ventas.

Un concepto importante en la contabilidad de inventarios es el flujo de los costos. Si se venden todos los inventarios adquiridos o fabricados durante el periodo, entonces el COGS es igual al costo de los bienes comprados o fabricados. Sin embargo, cuando los inventarios siguen allí al final del periodo contable, es importante determinar qué inventarios se han vendido y qué costos siguen en el balance. Los GAAP les permiten a las compañías varias opciones para determinar el orden en que se eliminan los costos del balance y se reconocen como COGS en la declaración de ingresos.

Flujos de costo del inventario

Para ilustrar las suposiciones del flujo de costos disponible, suponga que las cifras siguientes reflejan los registros de inventario de una compañía:

Inventario al 1 de enero, año 2	40 unidades @ 500 dólares cada una	20 000 dólares
Inventarios comprados durante el año	60 unidades @ 600 dólares cada una	36 000
Costo de los bienes disponibles para su venta	100 unidades	56 000 dólares

Ahora, suponga que se venden 30 unidades durante el año, a 800 dólares cada una, para un ingreso de ventas total de 24 000 dólares. Los GAAP les permiten a las compañías tres opciones para determinar qué costos se deben igualar contra las ventas:

Primeras entradas, primeras salidas, PEPS (FIFO, First-In, First-Out). Este método supone que las primeras unidades compradas son las primeras unidades vendidas. En este caso, estas unidades son las unidades disponibles a principios del periodo. Conforme a PEPS (FIFO), la utilidad bruta de la compañía es como sigue:

Ventas	24 000 dólares
COGS (30 @ 500 dólares cada una)	15 000
Utilidad bruta	9 000 dólares

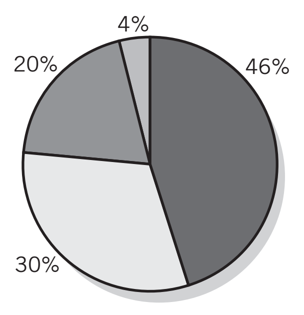
Asimismo, debido a que se han eliminado 15 000 dólares de costo del inventario, el costo restante del inventario que se va a asentar en el balance a finales del periodo es 41 000 dólares.

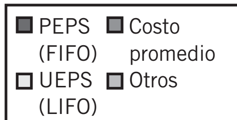
Últimas entradas, primeras salidas, UEPS (LIFO, Last-In, First-Out). Conforme a la suposición de UEPS (LIFO) del cálculo del costo del inventario, las últimas unidades compradas son las primeras que se venden. Por consiguiente, la utilidad bruta se calcula como:

Ventas	24 000 dólares
COGS (30 @ 600 dólares cada una)	18 000
Utilidad bruta	6 000 dólares

Y debido a que se han eliminado 18 000 dólares de costo del inventario en el balance y se reflejan en COGS, 38 000 siguen en el balance para registrarse como inventarios.

Compañías que emplean varios métodos de costo del inventario





Costo promedio. Este método supone que las unidades se venden sin considerar el orden en el cual se compran y calcula el COGS y los inventarios finales como un simple promedio ponderado, como sigue:

Ventas	24 000 dólares
COGS (30 @ 560 dólares cada una)	16 800
Utilidad bruta	7 200 dólares

El COGS se calcula como un promedio ponderado del costo total de los bienes disponibles para su venta, dividido entre el número de unidades disponibles para su venta (56 000 dólares/100 = 560 dólares). Las unidades finales registradas en el balance son 39 200 dólares (70 unidades × 560 dólares por unidad).

Análisis de inventarios

Efectos del cálculo del costo del inventario sobre la rentabilidad

Para resumir, los resultados financieros de utilizar cada uno de los tres métodos son:

	Inventario inicial	Compras	Inventario final	Costo de los bienes vendidos
PEPS (FIFO)	20 000 dls.	36 000 dls.	41 000 dólares	15 000 dólares
UEPS (LIFO)	20 000	36 000	38 000	18 000
Costo promedio	20 000	36 000	39 200	16 800

De manera que las declaraciones de ingresos conforme a los tres métodos son como sigue:

	Ventas	Costo de los bienes vendidos	Utilidad bruta
PEPS (FIFO)	24 000 dólares	15 000 dólares	9 000 dólares
UEPS (LIFO)	24 000	18 000	6 000
Costo promedio	24 000	16 800	7 200

Como subrayan los ejemplos anteriores, la utilidad bruta puede resultar afectada por la elección de la compañía respecto al método de costo del inventario. *En los periodos de incrementos de precios*, PEPS (FIFO) produce utilidades brutas más elevadas que UEPS (LIFO) debido a que los inventarios de costo más bajo se igualan contra los ingresos de ventas a los precios de mercado actuales. En ocasiones se hace referencia a esto como *utilidades fantasma de PEPS* (*FIFO*), debido a que la utilidad bruta en realidad es una suma de dos componentes: una **utilidad económica** y una **ganancia por posesión**. La utilidad económica es igual al número de unidades vendidas multiplicado por la diferencia entre el precio de venta y el costo de reemplazo de los inventarios (aproximado mediante el costo de los inventarios comprados más recientemente):

$$\text{Utilidad económica} = 30 \text{ unidades} \times (800 \text{ dólares} - 600 \text{ dólares}) = 6\,000 \text{ dólares}$$

La ganancia por posesión es el incremento en el costo de reemplazo desde que se adquirieron los inventarios y es igual al número de unidades vendidas multiplicado por la diferencia entre el costo de reemplazo actual y el costo de adquisición original:

$$\text{Ganancia por posesión} = 30 \text{ unidades} \times (600 \text{ dólares} - 500 \text{ dólares}) = 3\,000 \text{ dólares}$$

De los 9 000 dólares registrados en utilidad bruta, 3 000 dólares se relacionan con las ganancias inflacionarias realizadas por la compañía sobre los inventarios que compró hace algún tiempo a precios más bajos que los precios actuales.

Las ganancias por posesión son una función de la rotación del inventario (es decir, cuánto tiempo permanecen los bienes en los anaqueles) y el índice de inflación. Anteriormente un problema serio, estas ganancias han aminorado durante la última década debido a un nivel inflacionario más bajo y al escrutinio por parte de la administración concerniente a las cantidades de inventario mediante procesos de fabricación mejorados y mejores controles del inventario. Sin embargo, en los países donde los índices de inflación son más elevados que los de Estados Unidos, las ganancias por posesión de PEPS (FIFO) todavía pueden ser un problema.

Efectos del costo del inventario sobre el balance

En los periodos de incremento de precios, y suponiendo que la compañía no ha liquidado previamente las capas más antiguas de sus inventarios, UEPS (LIFO) manifiesta inventarios finales a precios que pueden ser considerablemente más bajos que el costo de reemplazo. Como resultado, los balances de las compañías que siguen el método UEPS (LIFO) no representan con exactitud la inversión actual que tiene la compañía en sus inventarios. Por ejemplo, John Deere dio a conocer recientemente inventarios conforme a UEPS (LIFO) con un costo de casi 2 000 millones de dólares. Si esos inventarios se hubieran valuado conforme a PEPS (FIFO), la cantidad manifestada habría sido de 3 000 millones de dólares, un incremento de 50%. John Deere omitió en su balance más de 1 000 millones de dólares de capital invertido.

Investigación del análisis

PREDICCIONES UTILIZANDO NIVELES DE INVENTARIO

¿Es posible utilizar cambios en los niveles de inventario de una compañía en el análisis para predecir las ventas y las ganancias futuras? Desde una perspectiva, los datos de un inventario más grande revelan el incremento en las ventas que espera la administración. Desde otra, el aumento del inventario sugiere un exceso de inventario causado por una disminución inesperada en las ventas. La investigación del análisis indica que se deben interpretar con cautela los cambios en los niveles de inventario, incluso dentro de las industrias y los tipos de inventarios.

En el caso de las compañías de *fabricación*, un incremento en el inventario de bienes terminados es un factor de predicción de un incremento en las ventas, pero con una disminución en las ganancias, es decir, los hechos indican que las compañías reducen sus precios para deshacerse de un inventario indeseable con márgenes de utilidad más bajos. Los periodos subsiguientes a este incremento en el inventario de bienes terminados no se recuperan totalmente, lo que significa que las ventas y las ganancias futuras no rebotan a los niveles previos. En contraste, un incremento en el inventario de materia o de trabajo en proceso tiende a presagiar un incremento que persiste, tanto en las ventas como en las ganancias.

Los datos en el caso de las compañías *comerciales* sugieren un patrón ligeramente diferente. De manera específica, un incremento en el inventario de mercancía implica un futuro incremento en las ventas, pero con ganancias reducidas. Este patrón es congruente con una demanda menor, seguida subsiguientemente de una reducción de precios del inventario para deshacerse de un inventario indeseable, lo que produce márgenes de utilidad más bajos.

Estas suposiciones derivadas de la investigación son útiles para el análisis del inventario. Sin embargo, no se debe ignorar la importancia de los métodos y los estimados del inventario para determinar los niveles de dólares de inventario. Es necesario considerar conjuntamente estos últimos factores y hacer un ajuste conforme a ellos, en vista de estas implicaciones de la investigación.

Efectos del cálculo del costo del inventario sobre los flujos de efectivo

El incremento en la utilidad bruta conforme a PEPS (FIFO) resulta en un ingreso más elevado antes de impuestos y, en consecuencia, en una obligación de impuestos más elevada. En los periodos de incremento de precios, las compañías se pueden encontrar atrapadas en una escasez de flujos de efectivo debido a que pagan impuestos más elevados y deben reemplazar los inventarios vendidos a costos de reemplazo más elevados que los costos de compra originales. Esto resulta en problemas de liquidez, un problema que fue particularmente agudo durante el periodo de un elevado nivel de inflación de la década de 1970.

Una de las razones que se citan con frecuencia para la adopción de UEPS (LIFO) es la reducción de la obligación de impuestos en periodos de incremento de precios. Sin embargo, el IRS requiere que las compañías que utilizan el cálculo de costos del inventario UEPS (LIFO) para propósitos de impuestos también lo utilicen para sus informes financieros. Ésta es la **regla de apego a UEPS (LIFO)**.

A las compañías que utilizan el cálculo de costos del inventario UEPS (LIFO) se les solicita divulgar la cantidad a la cual se habrían registrado los inventarios si la compañía hubiera utilizado el cálculo de costos del inventario PEPS (FIFO). La diferencia entre estas dos cantidades se conoce como **reserva UEPS (LIFO)**. Los analistas pueden utilizar esta reserva para calcular en qué cantidad el flujo de efectivo ha resultado afectado tanto acumulativamente como en lo

concerniente al periodo actual debido a la utilización del método UEPS (LIFO). Por ejemplo, John Deere declara lo siguiente en un informe anual reciente:

(Millones de dólares)	2004	2003
Materia prima y suministros	$ 589	$ 496
Trabajo en proceso	408	388
Máquinas y partes terminadas	2 004	1 432
Valor total de PEPS (FIFO)	3 001	2 316
Menos ajustes al valor de UEPS (LIFO)	1 002	950
Inventarios	$1 999	$1 366

Los inventarios UEPS (LIFO) se registran en el balance en 1 999 millones de dólares. Si la compañía hubiera utilizado el cálculo de costos del inventario PEPS (FIFO), los inventarios se habrían registrado en 3 001 millones de dólares. La diferencia de 1 002 millones es la reserva UEPS (LIFO). Ésta es la cantidad en que se han reducido los inventarios y el ingreso antes de impuestos desde que la compañía adoptó el método UEPS (LIFO). Suponiendo una tasa de impuestos de 35%, Deere se ha ahorrado más de 35 millones de dólares (1 002 millones de dólares × 35%) gracias a la utilización del cálculo de costos UEPS (LIFO). Durante 2004, la reserva UEPS (LIFO) tuvo un incremento de 52 millones de dólares (de 905 a 1 002 millones de dólares). De manera que para 2004, el cálculo de costos del inventario UEPS (LIFO) disminuyó el ingreso antes de impuestos en la cantidad de 52 millones de dólares y disminuyó los impuestos en la cantidad de 18 millones de dólares (52 millones de dólares × 35% de tasa de impuestos). Por consiguiente, la disminución neta en el ingreso fue de 34 millones de dólares en ese año.

Investigación del análisis

RESERVA LIFO Y VALOR DE LA COMPAÑÍA

¿Cuál es la relación entre la reserva UEPS (LIFO) y el valor de la compañía? Una suposición común es que la reserva UEPS (LIFO) representa un activo no registrado. Conforme a este punto de vista, la magnitud de la reserva UEPS (LIFO) refleja un ajuste del valor actual al inventario. La investigación del análisis ha indagado en este aspecto, con resultados interesantes.

Contrario a la "teoría de los activos no registrados", los hechos de la práctica concuerdan con una relación *negativa* entre la reserva UEPS (LIFO) y el valor de mercado de la compañía. Esto significa que cuanto más elevada es la reserva UEPS (LIFO), tanto más bajo es el valor de la compañía. ¿Por qué esta relación negativa? Una "teoría de los efectos económicos" sugiere que las compañías adoptan el método UEPS (LIFO) si el valor presente de los ahorros de impuestos esperados excede a los costos de adopción (como costos administrativos). Si se acepta que el valor presente de los ahorros de impuestos está relacionado con el efecto anticipado de la inflación sobre los costos del inventario (una suposición razonable), una relación negativa podría reflejar la disminución en el valor real de la compañía debido a la inflación anticipada. Por consiguiente, el análisis debe considerar la posibilidad de que las compañías que utilizan el método UEPS (LIFO) y las que utilizan el método PEPS (FIFO) son inherentemente diferentes y que los ajustes utilizando la reserva UEPS (LIFO) reflejan esta diferencia.

Otros aspectos en la valuación del inventario

Liquidaciones UEPS (LIFO). Las compañías están obligadas a mantener el nivel de costos como un conjunto de inventario separado (por ejemplo, los conjuntos de 20 000 y 36 000 dólares en el ejemplo inicial). Cuando ocurre una *reducción* en las cantidades del inventario, lo que sucede a medida que una compañía reduce sus operaciones, las compañías se hunden en capas de costos anteriores para igualarlas contra los precios de venta actuales. Para el cálculo de costos del inventario PEPS (FIFO), esto no presenta un problema grande, debido a que los inventarios finales se registran a los costos más recientemente adquiridos y las capas de costos anteriores no difieren mucho del costo actual. Sin embargo, en el caso de los inventarios UEPS (LIFO), los inventarios finales se pueden registrar a costos mucho más antiguos que podrían ser considerablemente más bajos o más elevados que los costos actuales. En los periodos de incremento de precios, esta reducción en las cantidades del inventario, conocida como **liquidación UEPS (LIFO)**, resulta

en un incremento en la utilidad bruta que es similar al efecto del cálculo de costos del inventario PEPS (FIFO). Sin embargo, durante los periodos de *disminución* de precios, la reducción en las cantidades de inventario resulta en una *disminución* en la utilidad bruta manifestada, debido a que el costo más elevado del inventario se iguala contra las ventas actuales.

El efecto de la liquidación UEPS (LIFO) se puede ver en la nota de pie de página al inventario de un informe anual reciente de Stride Rite Corporation. La compañía indica que las reducciones en las cantidades del inventario resultaron en la venta de productos que se llevaban a los costos de años anteriores y que eran diferentes de los costos actuales. Como resultado de esas reducciones del inventario, la utilidad neta tuvo un *incremento* de 47 millones y 141 millones de dólares el año actual y el anterior, y *disminuyó* en 120 millones de dólares dos años antes, como resultado de las reducciones en las cantidades del inventario. Los analistas necesitan estar conscientes de los efectos de estas liquidaciones UEPS (LIFO) sobre la rentabilidad.

Reexpresión analítica de UEPS (LIFO) a PEPS (FIFO). Cuando los estados financieros están disponibles utilizando UEPS (LIFO), y si UEPS (LIFO) es el método preferido en el análisis, la declaración de ingresos no requiere ajustes importantes, ya que el costo de los bienes vendidos se aproxima al costo actual. Sin embargo, el método UEPS (LIFO) deja a los inventarios en el balance a los costos menos recientes y a menudo subestimados. Esto puede afectar la utilidad de varias medidas como la razón actual o la razón de rotación del inventario. Ya se mostró que UEPS (LIFO) subestima los valores del inventario *cuando los precios aumentan*. En consecuencia, UEPS (LIFO) subestima la capacidad de la compañía de pagar sus deudas (cuando se mide, por ejemplo, empleando la razón actual) y sobrestima la rotación del inventario. Para contrarrestar esto se utiliza una técnica analítica con el propósito de ajustar las declaraciones UEPS (LIFO) y así poder estimar una situación pro forma aproximada que supone el empleo de PEPS (FIFO). Este ajuste del balance es posible cuando una compañía divulga en qué cantidad excede el costo real al costo registrado de los inventarios UEPS (LIFO), la reserva UEPS (LIFO). Los tres ajustes siguientes resultan imprescindibles:

1) Inventarios = Inventario UEPS (LIFO) registrado + reserva UEPS (LIFO)
2) Incremento diferido de impuestos pagaderos por: [reserva UEPS (LIFO) × Tasa de impuestos]
3) Ganancias retenidas = Ganancias retenidas manifestadas + [Reserva UEPS (LIFO) × (1 − Tasa de impuestos)]

En seguida se explican estos ajustes para reexpresar los inventarios UEPS (LIFO) en PEPS (FIFO) utilizando los estados financieros de Campbell Soup tomados del apéndice A; véase el ejemplo 4.2.

EJEMPLO 4.2

La nota 14 de Campbell Soup declara que los "ajustes de inventarios a la base UEPS (LIFO)" [la reserva UEPS (LIFO)] son de 89.6 millones de dólares en el año 11 y de 84.6 millones de dólares en el año 10. Para reexpresar los inventarios UEPS (LIFO) del año 11 en una base PEPS (FIFO) se utiliza la siguiente entrada analítica (una entrada analítica es un auxiliar del ajuste para propósitos del análisis contable):

Inventarios[(a)]	84.6	
Impuesto diferido por pagar[(b)]		30.5
Utilidades retenidas[(c)]		59.1

[(a)]Los inventarios se incrementan en 89.6 millones de dólares para estimar con aproximación el costo actual (nota: una razón de rotación baja resulta en que los inventarios PEPS (FIFO) no reflejan el costo actual).
[(b)]Debido a que los inventarios se incrementan, se hace una provisión para impuestos por pagar en el futuro, utilizando una tasa de impuestos de 34% (de la nota 9), que se calcula como 89.6 × 34%. La razón de diferir el impuesto es que esta entrada analítica refleja un método contable diferente del utilizado para propósitos de impuestos.
[(c)]Los inventarios finales más grandes implican un costo más bajo de los bienes vendidos y una Utilidad neta acumulativa más elevada que fluye hacia ganancias retenidas (netas de impuestos), que se calcula como 89.6 × (1 2 34%).

De manera similar, para ajustar los inventarios UEPS (LIFO) del año 10 a PEPS (FIFO), se utiliza la siguiente entrada analítica:

Inventarios		84.6
Impuesto diferido por pagar		28.8
Utilidades retenidas		55.8

EJEMPLO 4.3

Para evaluar el efecto de la reexpresión de inventarios de UEPS (LIFO) a PEPS (FIFO) para Campbell Soup en el año 11, se efectúan los siguientes cálculos:

	AÑO 11		
	Conforme a UEPS (LIFO)	**Diferencia**	**Conforme a PEPS (FIFO)**
Inventario inicial	\$819.8[(a)]	\$84.6[(b)]	\$904.4
+ Compras (P)[(c)]	P	—	P
− Inventario final	(706.7)[(d)]	(89.6)[(b)]	(796.3)
= Costo de los bienes vendidos	P + \$113.1	\$ (5.0)[(d)]	P + \$108.1

[(a)]Según se expresa en el balance, véase la nota 14.
[(b)]Conforme a la nota 14 de los estados financieros.
[(c)]Puesto que las compras (P) no resultan afectadas al utilizar UEPS (LIFO) o PEPS (FIFO), no es necesario ajustar las compras para llegar al efecto sobre el costo de los bienes vendidos o el ingreso. Si se desea, es posible calcular las compras para el año 11 como: 4 095.5 dólares (costo de los bienes vendidos según la declaración de ingresos) + 706.7 dólares (inventario final) − 819.8 dólares (inventario inicial) = 3 982.4 dólares.
[(d)]La reexpresión a PEPS (FIFO) disminuye el costo de los bienes vendidos en 5.0 dólares y, por consiguiente, incrementa el ingreso en 5.0 dólares × (1 − 0.34), o 3.3 dólares utilizando una tasa de impuestos de 34%.

De igual manera, es posible calcular fácilmente los efectos sobre la declaración de ingresos provenientes del ajuste de los inventarios UEPS (LIFO) a inventarios PEPS (FIFO); véase el ejemplo 4.3.

El ejemplo 4.3 señala que la reexpresión del ingreso (neto de impuestos) de UEPS (LIFO) a PEPS (FIFO) para Campbell Soup durante el año 11 es 3.3 dólares. Esta cantidad se reconcilia con los ajustes a las ganancias retenidas (reexpresión del balance) como lo indican las entradas analíticas (véase el ejemplo 4.2) para los años 10 y 11:

Crédito del año 10 a utilidades retenidas	−	Crédito del año 11 a utilidades retenidas	=	Incremento en el ingreso del año 11
\$55.8		\$59.1		\$3.3

Por lo general, cuando los precios aumentan, el ingreso UEPS (LIFO) es menor que el ingreso PEPS (FIFO). Sin embargo, el efecto neto de la reexpresión en cualquier año determinado depende de los efectos combinados del cambio en los inventarios inicial y final y de otros factores, incluida la liquidación de las capas UEPS (LIFO).

Reexpresión analítica de PEPS (FIFO) a UEPS (LIFO). Por desgracia, el ajuste de PEPS (FIFO) a UEPS (LIFO) implica una suposición importante y, por consiguiente, podría ser propenso a errores. Recuérdese que las utilidades PEPS (FIFO) incluyen una ganancia por posesión sobre el inventario inicial. Es útil pensar en esta ganancia como el inventario inicial ($BI_{PEPS\ (FIFO)}$) multiplicado por una tasa de inflación para las líneas particulares de inventario que lleva la empresa. Sea esta tasa r. Por tanto, las utilidades PEPS (FIFO) actuales incluyen una ganancia por posesión igual a $BI \times r$. Esto significa que el costo de los bienes vendidos PEPS (FIFO) está subestimado en $BI_{PEPS\ (FIFO)} \times r$. Por consiguiente, para calcular el costo UEPS (LIFO) de los bienes vendidos ($COGS_{UEPS\ (LIFO)}$), simplemente se suma $BI_{PEPS\ (FIFO)} \times r$ a $COGS_{PEPS\ (FIFO)}$, como sigue:

$$COGS_{UEPS\ (LIFO)} = COGS_{PEPS\ (FIFO)} + (BI_{PEPS\ (FIFO)} \times r)$$

Obsérvese que este factor de inflación, r, no es una tasa general de inflación como el CPI o el índice de precios del productor. Es un índice de inflación relacionado con las líneas específicas del inventario que lleva la empresa. Según el grado en que la empresa lleve varias líneas de productos, en teoría, cada una se debe estimar por separado.

Investigación del análisis

ELECCIÓN DEL MÉTODO DE INVENTARIO

¿Por qué no utilizan UEPS (LIFO) todas las empresas? ¿O PEPS (FIFO)? ¿O cualquier otro método? ¿La elección de una compañía respecto al método de inventario ayuda a orientar el análisis de una compañía? La investigación del análisis sobre el inventario responde a algunas de estas preguntas. De manera específica, la información sobre la elección del método de inventario de una compañía proporciona algunas ideas acerca de la compañía y su entorno.

En el caso de las compañías que eligen UEPS (LIFO), las siguientes características son comunes:

- Mayores ahorros de impuestos esperados.
- Saldos de inventario más grandes.
- Menos pérdidas de impuestos trasladadas a partidas posteriores.
- Menor variabilidad en los saldos del inventario.
- Menos probabilidad de que el inventario se vuelva obsoleto.
- De mayor tamaño.
- Menos apalancada.
- Razones actuales más elevadas.

Por consiguiente, el conocimiento de la elección del método de inventario revela información acerca de las características o las circunstancias de una compañía, que de otra manera no serían claras debido a la complejidad de los datos o de las operaciones.

¿Cómo se estima r? Hay varias posibilidades. En primer lugar, el análisis podría utilizar los índices publicados por el Departamento de Comercio de Estados Unidos para la industria particular de la empresa. En segundo, según el grado en que la empresa esté implicada en un negocio basado en bienes para el consumidor, se podrían utilizar los índices de bienes conforme a la suposición de que otros componentes del costo de su inventario varíen en forma proporcional con los de su materia prima. En tercero, el analista puede examinar los índices de inflación para los competidores de la empresa. En la medida que sea posible encontrar una compañía que lleve líneas similares de productos y que utilice el cálculo de costos del inventario UEPS (LIFO), el índice de inflación se puede estimar como el incremento en la reserva UEPS (LIFO) dividido entre los inventarios PEPS (FIFO) de los competidores a finales del año anterior, como sigue:

$$r = \frac{\text{Cambio en la reserva UEPS (LIFO)}}{\text{Inventarios PEPS (FIFO) a finales del año anterior}}$$

Cálculo del costo del inventario para compañías de fabricación y el efecto de los incrementos en la producción

El costo de los inventarios para la fabricación consta de tres componentes:

1. Materia prima, el costo de los materiales básicos que se utilizan para fabricar el producto.
2. Mano de obra, el costo de la mano de obra directa requerida para transformar el producto en un estado terminado.
3. Gastos generales, los costos indirectos en los cuales se incurre en el proceso de fabricación, como depreciación del equipo de fabricación, salarios de supervisores e instalaciones.

Las compañías pueden estimar los dos primeros componentes con bastante exactitud basándose en las especificaciones del diseño y en estudios de tiempo y movimiento en la línea de ensamble. El rubro de gastos generales a menudo es el componente más grande del costo del producto y el más difícil de medir a nivel del producto. En general, los gastos generales se deben asignar a todos los productos producidos. ¿Pero qué productos obtienen qué porción del total? Los contadores por lo general aprueban la noción de que la mayor parte de los gastos generales se debe asignar a aquellos productos que consumen la mayoría de los recursos (por ejemplo, que requieren la maquinaria de producción más costosa, o requieren casi todo el tiempo dirección técnica). El cálculo

eBAY AL RESCATE

Por lo menos 71 compañías grandes, entre otras Bloomingdale's,Dell Computer, Home Depot, IBM y Motorola, en la actualidad venden inventario obsoleto, desde tractores hasta computadoras portátiles, en eBay. ¿La razón? Las compañías recuperan 45 centavos sobre cada dólar, en vez de los 15 a 20 centavos que obtendrían de otra manera de los liquidadores.

del costo del inventario para las compañías de fabricación por lo general se cubre en los cursos de contabilidad administrativa y está fuera del alcance de este texto. Sin embargo, los analistas deben estar conscientes de que la asignación del costo de los gastos generales no es una ciencia exacta y depende en alto grado de las suposiciones utilizadas.

Los analistas también necesitan comprender el efecto de los niveles de producción sobre la rentabilidad. Los gastos generales se asignan a todas las unidades producidas. En vez de cubrir esos costos como gastos del periodo, se incluyen en el costo de los inventarios y se dejan en el balance hasta que se venden los inventarios, momento en que se reflejan como costo de los bienes vendidos en la declaración de ingresos. Si un incremento en los niveles de producción causa un incremento en los inventarios finales, una parte mayor de los costos de gastos generales sigue en el balance y se incrementa la rentabilidad. Más adelante, si disminuyen las cantidades de inventario, la declaración de ingresos es abrumada no sólo por los costos de los gastos generales actuales, sino también por los costos de los gastos generales previos que se han eliminado de los inventarios en el año actual, con lo que disminuyen las utilidades. Por consiguiente, los analistas deben estar conscientes del efecto de cambiar los niveles de producción sobre las utilidades registradas.

Lo más bajo entre el costo y valor de mercado

El principio generalmente aceptado en la valuación del inventario es valuar a **lo más bajo entre el costo y valor de mercado**. Esta sencilla frase encubre las complejidades y la variedad de alternativas a las cuales está sujeta. Puede afectar de manera importante el ingreso periódico y los valores del inventario. La regla de lo más bajo entre el costo y el mercado significa que si el valor de mercado de un inventario decrece por debajo de su costo por cualquier razón —tales como obsolescencia, daño y cambios en el precio—, entonces se rebaja el valor del inventario para reflejar esta pérdida. Debido a que las rebajas de costo a mercado están prohibidas (excepto para la recuperación de pérdidas hasta el costo original), el inventario se valúa en una forma conservadora.

El costo de **mercado** se define como el costo real del reemplazo ya sea mediante una compra o una reproducción. Sin embargo, el valor de mercado no debe ser más elevado que el valor neto realizable, ni menor que el valor neto realizable reducido en un margen de utilidad normal. El límite superior del valor de mercado, o valor neto realizable, refleja los costos de terminación y distribución relacionados con la venta del artículo. El límite inferior asegura que si el inventario se rebaja de costo a mercado, se rebaja a una cifra que incluye la realización de una utilidad bruta normal en la venta subsiguiente. El **costo** se define como el costo de adquisición del inventario. Se calcula utilizando uno de los métodos aceptados de cálculo del costo del inventario —por ejemplo, PEPS (FIFO), UEPS (LIFO), o costo promedio–. El análisis del inventario debe considerar el efecto de la regla de lo más bajo del costo o del mercado. Cuando los precios están aumentando, esta regla tiende a *valuar en menos* los inventarios, sin importar el método de costo utilizado. Esto disminuye la razón actual. En la práctica, algunas compañías divulgan voluntariamente el costo actual del inventario, por lo común en una nota.

EXTRACTO DEL ANÁLISIS

La aventura inicial de Toro Company en barredoras de nieve fue algo menos que un éxito. Toro razonó que las barredoras de nieve eran un complemento perfecto para su negocio de podadoras de césped, en especial después de los niveles más elevados de lo normal de las nevadas en los años recientes. Toro reaccionó y produjo barredoras de nieve como si la nieve fuera un negocio en crecimiento y cayera tan confiablemente como crece el césped. Cuando en el año del lanzamiento, el invierno produjo nevadas inferiores a lo normal, tanto Toro como sus distribuidores reventaron por el exceso de inventario. Muchos distribuidores estaban tan presionados en el aspecto financiero, que no pudieron financiar los inventarios de podadoras de césped para la temporada de verano.

EXTRACTO DEL ANÁLISIS

Regina Company experimentó recientemente un índice de devoluciones fuera de lo común debido a la mala calidad del producto. Los primeros indicios analíticos de este problema incluyeron un incremento casi del doble tanto en inventarios de bienes terminados como en partidas por cobrar cuando los incrementos en las ventas eran mucho menores de lo que se esperaba. Sin embargo, muchos inversionistas, acreedores y otros aparentemente se sorprendieron cuando la noticia de este problema llegó a ser del conocimiento público.

PUNTO DE VISTA DEL ANÁLISIS ***...USTED ES EL NEGOCIADOR LABORAL***

Usted está tratando de llegar a un acuerdo con un proveedor acerca de proporcionar materiales para fabricación. Para explicar las razones por las que pide un precio más elevado, el proveedor le proporciona una declaración de ingresos que revela un margen bruto históricamente bajo de 20%. En el análisis de esta declaración, usted descubre una nota declarando que el valor de mercado del inventario disminuyó en la suma de 2 millones de dólares este periodo y, por consiguiente, el inventario final se revalúa hacia abajo por esa cantidad. ¿Esta nota es relevante para sus negociaciones respecto al precio?

Respuesta, página 224

INTRODUCCIÓN A LOS ACTIVOS A LARGO PLAZO

Hasta este punto, se ha explicado el análisis de los activos circulantes. El resto de este capítulo se enfoca en los activos a largo plazo. Los activos a largo plazo son recursos que se utilizan para generar ingresos de operación (o reducir los costos de operación) durante más de un periodo. Los tipos más comunes de activos a largo plazo son los *activos tangibles fijos* como inmuebles, planta y equipo. Los activos a largo plazo también incluyen *activos intangibles*, como patentes, marcas registradas, copyright y crédito comercial. Esta sección examina los aspectos conceptuales correspondientes a los activos a largo plazo. Después se estudian por separado los aspectos contables y del análisis relacionados con los activos tangibles y los recursos naturales, los activos intangibles y los activos no registrados.

Contabilidad para activos a largo plazo

Esta sección explica el concepto de activos a largo plazo y los procesos de capitalización, asignación y afectación.

Capitalización, asignación y afectación

El proceso de la contabilidad de activos a largo plazo implica tres actividades distintas: capitalización, asignación y afectación. **Capitalización** es el proceso de diferir un costo en el cual se ha incurrido en el periodo actual, pero cuyos beneficios se espera que se extiendan a uno o más periodos futuros. La capitalización es lo que crea una cuenta de activos. **Asignación** es el proceso de desembolsar periódicamente un costo diferido (activo) en uno o más periodos de beneficio esperado futuros. Este proceso de asignación se llama *depreciación* en el caso de los activos tangibles, *amortización* en el de los activos intangibles y *agotamiento* en el caso de los recursos naturales. **Afectación** es el proceso de rebajar el valor en libros del activo cuando sus flujos de efectivo esperados ya no son suficientes para recuperar el costo restante registrado en el balance. Esta sección estudia cada una de estas tres actividades contables.

AUXILIARES DE LAS BONIFICACIONES
Cuando la compensación de la administración está vinculada al ingreso, los datos indican que esto influye en la decisión de capitalizar, o desembolsar los costos.

Capitalización. Un activo a largo plazo se crea mediante el proceso de capitalización. Capitalización significa incluir el activo en el balance en lugar de desembolsar inmediatamente su costo en la declaración de ingresos. En el caso de los *activos concretos*, como inmuebles, planta y equipo, este proceso es relativamente sencillo; el activo se registra a su precio de compra. En el caso de los *activos abstractos*, como investigación y desarrollo, publicidad y costos de salarios, la capitalización es más problemática. Aun cuando todos estos costos supuestamente producen beneficios futuros y, por consiguiente, pasan la prueba para registrarse como un activo, ni la cantidad de los beneficios futuros, ni su vida útil, se pueden medir de manera confiable. En consecuencia, los costos para los activos abstractos generados internamente, se desembolsan de inmediato y no se registran en el balance.

Un área que ha sido particularmente difícil para la profesión contable ha sido la capitalización de los costos de desarrollo del software. Los GAAP distinguen entre dos tipos de costos: el costo del software creado para utilizarse internamente y el costo del software que se produce para su venta o arrendamiento. El costo del software de computadoras pensado para su utilización interna se debe capitalizar y amortizar a lo largo de su vida útil esperada. Un factor importante relacionado con la determinación de la vida útil del software es la obsolescencia esperada. El software que se crea para su venta o arrendamiento a otros se capitaliza y amortiza sólo después de que ha llegado a su *factibilidad tecnológica.* Antes de esa etapa del desarrollo, se considera que el software es investigación y desarrollo y se desembolsa conforme a eso.

Asignación. Asignación es la asignación periódica del costo de los activos a gastos a lo largo de su vida útil esperada (periodo de beneficio). La asignación de costos se conoce como **depreciación** cuando se aplica a activos tangibles fijos, **amortización** cuando corresponde a activos intangibles y **agotamiento** cuando se aplica a recursos naturales. Cada uno de estos términos se refiere a la asignación de costos. Es necesario recordar que la asignación de costos es un proceso para igualar el costo del activo con sus beneficios, no es un proceso de *valuación.* El valor de traslado del activo (valor capitalizado menos asignación de costo acumulativa) no necesita reflejar el valor justo.

Tres factores determinan la cantidad de la asignación de costos, vida útil, valor de rescate y método de asignación. Más adelante se estudian estos factores. Sin embargo, cada uno de ellos requiere estimados —estimados que implican la discreción administrativa–. El análisis debe considerar los efectos de estos estimados sobre los estados financieros, en especial cuando los estimados cambian.

Afectación. Cuando los flujos de efectivo esperados (no descontados) son menores que el valor de traslado del activo (costo menos depreciación acumulada), se considera que el activo está afectado y se rebaja a su valor de mercado justo (la cantidad descontada de flujos de efectivo esperados). El efecto es reducir el valor de traslado del activo en el balance y reducir la rentabilidad en una cantidad igual. De esta manera, el valor justo del activo se convierte en el nuevo costo y se deprecia a lo largo de su vida útil restante. No se actualiza si los flujos de efectivo esperados mejoran más adelante. Desde la perspectiva del análisis, de la afectación del activo surgen dos distorsiones:

1. Las predisposiciones conservadoras distorsionan la valuación del activo a largo plazo debido a que los activos se rebajan, pero no se actualizan.
2. Los efectos transitorios grandes del reconocimiento de las afectaciones de activos distorsionan la utilidad neta.

Obsérvese que la afectación del activo todavía es un proceso de asignación, no un paso hacia la valuación. Es decir, una afectación de activos se registra cuando las expectativas de la administración acerca de los futuros flujos de entrada de efectivo del activo son inferiores al valor de traslado. Esto produce una rebaja inmediata, debido al deseo de igualar mejor las asignaciones de costos futuros con los beneficios futuros.

Capitalización contra desembolsos: estados financieros y efectos de la razón

La capitalización es una parte importante de la contabilidad. Afecta tanto a los estados financieros como a las razones de éstos. También contribuye a la superioridad de las ganancias sobre el flujo de efectivo como una medida del desempeño financiero. Esta sección examina los efectos de la capitalización (y la asignación subsiguiente) en comparación con el desembolso inmediato para la medición del ingreso y el cálculo de la razón.

Efectos de la capitalización sobre el ingreso

La capitalización tiene dos efectos sobre el ingreso. En primer lugar, pospone el reconocimiento del gasto en la declaración de ingresos. Esto significa que la capitalización produce un ingreso más elevado en el periodo de adquisición, pero un ingreso más bajo en los periodos subsiguientes en comparación con el desembolso de los costos. En segundo, la capitalización produce una serie de ingresos más pareja. ¿Por qué el desembolso inmediato produce una serie volátil de ingresos? La respuesta es que la volatilidad se origina debido a que los gastos de capital a menudo son "desproporcionados" —ocurren en forma de aumentos repentinos y no continuamente— mientras que los ingresos provenientes de esos gastos se ganan continuamente a lo largo del tiempo. En contraste, la asignación del costo del activo a lo largo de los periodos de beneficio produce una cifra de ingreso acumulativo, que es una medida más estable y significativa del desempeño de la compañía.

Efectos de la capitalización para el rendimiento sobre la inversión

La capitalización disminuye la volatilidad en las medidas del ingreso y, de manera similar, las razones del rendimiento sobre la inversión. Afecta tanto al numerador (ingreso) como al denominador (bases de la inversión) de las razones del rendimiento sobre la inversión. En contraste, el desembolso de costos del activo produce una base de inversión más baja e incrementa la volatilidad del ingreso. Esta mayor volatilidad del numerador (ingreso) es aumentada por el denominador más pequeño (base de la inversión), lo que resulta en una mayor volatilidad y razones de rendimiento menos útiles. El desembolso también introduce un sesgo en las medidas del ingreso, debido a que el ingreso se subestima en el año de la adquisición y se sobrestima en los años subsiguientes.

Efectos de la capitalización sobre las razones de solvencia

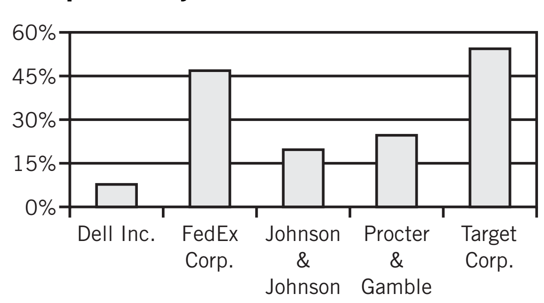
Conforme al desembolso inmediato de los costos, las razones de solvencia, como deuda a capital, se reflejan en una forma más deficiente de lo garantizado sobre una compañía. Esto ocurre debido a que el desembolso inmediato de los costos subestima el capital en el caso de las compañías con activos productivos.

Efectos de la capitalización sobre los flujos de efectivo de la operación

Cuando los costos de los activos se desembolsan de inmediato, se registran como flujos de salida de efectivo de la operación. En contraste, cuando los costos de los activos se capitalizan, se asientan como flujos de salida en efectivo de la inversión. Esto significa que el desembolso inmediato de los costos del activo sobrestima los flujos de salida de efectivo de la operación y subestima los flujos de salida de efectivo de la inversión a la vez en el año de la adquisición, en comparación con la capitalización de los costos.

ACTIVOS DE LA PLANTA Y RECURSOS NATURALES

Los **inmuebles, la planta y el equipo** (o activos de la planta) son activos tangibles no circulantes que se utilizan en los procesos de fabricación, venta o servicio para generar ingresos y flujos



de efectivo por *más de un periodo*. En consecuencia, se espera que esos activos tengan vidas útiles esperadas que se extiendan durante más de un periodo. Se pretende utilizar estos activos en las actividades de operación y no se adquieren para su venta en el curso ordinario de los negocios. Su potencial de valor o servicio disminuye con la utilización y por lo común son los activos de operación más grandes: *inmuebles* se refiere al costo de los bienes raíces; *planta* se refiere a los edificios y estructuras de operación, y *equipo* se refiere a la maquinaria utilizada en las operaciones. También se hace referencia a los inmuebles, la planta y el equipo como *activos de PPE*, *activos de capital* y *activos fijos*.

Valuación de los activos de la planta y los recursos naturales

Esta sección describe la valuación de los activos de la planta y de los recursos naturales.

Valuación de los inmuebles, la planta y el equipo

El principio de costo histórico se aplica cuando se valúan los inmuebles, la planta y el equipo. La valuación de costo histórico supone que una compañía registra inicialmente un activo a su costo de adquisición. Este costo incluye todos los gastos necesarios para dejar al activo en una condición y ubicación ventajosas o utilizables, tales como flete, instalación, impuestos y acondicionamiento. Todos los costos de adquisición y preparación se capitalizan en el saldo de la cuenta de activos. La justificación para utilizar el costo histórico se relaciona principalmente con su **objetividad**. La valuación del costo histórico de la planta, si se aplica de manera uniforme, por lo común no produce distorsiones considerables. Esta sección considera algunos puntos particulares que surgen en la valuación de activos.

Valuación de recursos naturales

La valuación de los **recursos naturales**, también conocidos como **activos amortizables**, son derechos de extraer o consumir recursos naturales. Algunos ejemplos son los derechos de compra de minerales, madera, gas natural y petróleo. Las compañías registran los recursos naturales a su costo histórico más los costos de descubrimiento, exploración y desarrollo. Asimismo, a menudo hay costos considerables subsecuentes al descubrimiento de recursos naturales que se capitalizan en el balance, y se desembolsan sólo cuando el recurso se elimina, se consume o se vende posteriormente. Por lo común, las compañías asignan los costos de los recursos naturales entre las unidades totales de las reservas estimadas disponibles. Este proceso de asignación se conoce como *agotamiento* y se discute en el capítulo 6.

Depreciación

Un principio básico de la determinación del ingreso es que el ingreso que se beneficia debido a la utilización de activos a largo plazo debe compartir una parte proporcional de los costos de éstos. La depreciación es la asignación de los costos de la planta y el equipo (el terreno no se deprecia) a lo largo de sus vidas útiles. Aunque se suman retroactivamente en la declaración de flujos de efectivo como un gasto no en efectivo, la depreciación *no* proporciona fondos para el reemplazo de un activo. Este error de concepto es común. El fondeo para los gastos de capital se logra mediante el flujo de efectivo de la operación y las actividades de financiamiento.

Índice de depreciación

El índice de depreciación depende de dos factores: la vida útil y el método de asignación.

Vida útil. Las vidas útiles de los activos varían grandemente. Las suposiciones concernientes a las vidas útiles de los activos se basan en las condiciones económicas, los estudios de ingeniería, la experiencia y la información acerca de las propiedades físicas y productivas de un activo. El deterioro físico es un factor importante que limita la vida útil, y casi todos los activos están sujetos a él. La frecuencia y la calidad del mantenimiento afectan el deterioro físico a su vez. El mantenimiento puede prolongar la vida útil, pero no lo puede hacer indefinidamente. Otro factor de limitación es la obsolescencia, que influye en la vida útil mediante avances tecnológicos, los patrones de consumo y las fuerzas económicas. La obsolescencia ordinaria ocurre cuando los mejoramientos tecnológicos hacen que un activo sea ineficiente, o no económico antes de que termine su vida física. La obsolescencia extraordinaria ocurre cuando suceden cambios revolucionarios, o sobrevienen cambios radicales en la demanda. El equipo de alta tecnología está continuamente sujeto a una obsolescencia rápida. La integridad de la depreciación, al igual que la de la determinación del ingreso, depende de estimados razonablemente exactos y de revisiones oportunas de las vidas útiles. Desde un punto de vista ideal, estos estimados y revisiones no son afectados por los incentivos de la administración en lo concerniente al momento oportuno de reconocer el ingreso.

Método de asignación. Una vez que se determina la vida útil de un activo, el gasto periódico de depreciación depende del método de asignación. La depreciación varía considerablemente según el método elegido. A continuación se consideran las dos clases más comunes de métodos: en línea recta y acelerado.

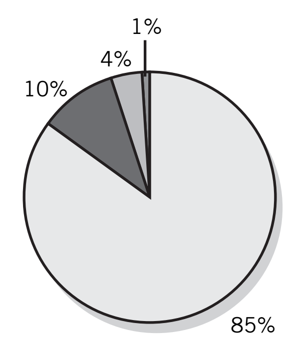
- **En línea recta.** El método de depreciación en línea recta asigna el costo de un activo a su vida útil sobre la base de cargos periódicos iguales. La figura 4.2 ilustra la depreciación de un activo con un costo de 110 000 dólares, una vida útil de 10 años y un valor de rescate de 10 000 dólares (el valor de rescate es la cantidad en la cual se espera vender el activo al final de su vida útil). A cada uno de los 10 años se carga una décima parte del costo del activo, menos el valor de rescate, lo que se calcula como sigue (110 000 dólares − 10 000 dólares)/10 años.

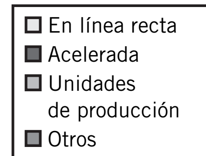
Depreciación en línea recta ***Figura 4.2***

Finales del año	Depreciación	Depreciación acumulada	Valor en libros del activo
			$110 000
1	$10 000	$10 000	100 000
2	10 000	20 000	90 000
⋮	⋮	⋮	⋮
9	10 000	90 000	20 000
10	10 000	100 000	10 000

La razón fundamental de la depreciación en línea recta es la suposición de que el deterioro físico ocurre de manera uniforme a lo largo del tiempo. Es probable que esta suposición sea más válida en el caso de las estructuras fijas, como edificios, que en el de la maquinaria, donde la utilización es un factor más importante. El otro factor determinante de la depreciación, la obsolescencia, no necesariamente se aplica de manera uniforme a lo largo del tiempo. Sin embargo, en ausencia de una información sobre los probables índices de depreciación, el método en línea recta tiene la ventaja de la simplicidad. Este atributo, tal vez más que cualquier otro, explica la po-

Compañías que emplean varios métodos de depreciación





pularidad de dicho método. Como lo muestra la gráfica al margen, aproximadamente 85% de las compañías que cotizan en bolsas de valores utiliza la depreciación en línea recta para propósitos de sus informes financieros (los métodos de depreciación acelerada se utilizan para las devoluciones de impuestos, como se estudia más adelante).

El análisis debe estar consciente de las fallas conceptuales que acompañan a la depreciación en línea recta. La depreciación en línea recta supone implícitamente que la depreciación en los primeros años es idéntica a la de años posteriores, cuando es probable que el activo sea menos eficiente y requiera un mayor mantenimiento. Otra falla con la depreciación en línea recta y una de interés especial para el análisis, es la distorsión en la tasa de rendimiento. Es decir, la depreciación en línea recta produce un creciente sesgo en el patrón de la tasa de rendimiento a lo largo del tiempo. Para ejemplificar, suponga que el activo en la figura 4.2 produce un ingreso constante de 20 000 dólares por año antes de la depreciación. La depreciación en línea recta produce un creciente sesgo en la tasa de rendimiento del activo, como se muestra a continuación:

Finales del año	Ingreso antes de la depreciación	Depreciación	Utilidad neta	Valor en libros a principios del año	Rendimiento sobre el valor en libros
1	$20 000	$10 000	$10 000	$110 000	9.1%
2	20 000	10 000	10 000	100 000	10.0
3	20 000	10 000	10 000	90 000	11.1
⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮
10	20 000	10 000	10 000	10 000	100.0

Aun cuando los crecientes costos de mantenimiento disminuyen el ingreso antes de la depreciación, no anulan el efecto general de un creciente rendimiento a lo largo del tiempo. Evidentemente, un rendimiento creciente sobre un activo que está envejeciendo no es un reflejo de la mayoría de los negocios.

MACRS
Las reglas de impuestos de Estados Unidos utilizan un Sistema acelerado modificado de recuperación de costos (Modified Accelerated Cost Recovery System o MACRS) para la depreciación de los activos. MACRS asigna los activos a clases donde se definen la vida depreciable y el índice.

- **Acelerado.** Los métodos acelerados de depreciación asignan el costo de un activo a su vida útil en una forma decreciente. La utilización de estos métodos es promovida por su aceptación en el *Internal Revenue Code.* Su atractivo para propósitos de impuestos es la aceleración de la asignación del costo y la subsiguiente postergación del ingreso gravable. Cuanto más rápidamente se cancela un activo para propósitos de impuestos, tanto mayor es la postergación de los impuestos a futuros periodos y hay más fondos disponibles de inmediato para las operaciones. El respaldo conceptual de los métodos acelerados consiste en la opinión de que los cargos de depreciación disminuidos a lo largo del tiempo compensan: 1) los crecientes costos de reparación y mantenimiento; 2) la disminución de ingresos y de la eficiencia de la operación, y 3) la mayor incertidumbre de los ingresos en los últimos años de los activos envejecidos (a causa de la obsolescencia).

Los dos métodos de depreciación acelerada más comunes son el de saldos decrecientes y el de la suma de los dígitos del año. El *método de saldos decrecientes* aplica una tasa constante al saldo decreciente del activo (valor de traslado). En la práctica, una manera de calcular con aproximación la tasa exacta de depreciación del cargo decreciente es utilizar un múltiplo (a menudo dos veces) de la tasa en línea recta. Por ejemplo, un activo con una vida útil de 10 años se deprecia a una tasa de saldo de doble disminución de 20%, calculada como $[2 \times (1/10)]$. El *método de la suma de los dígitos del año* aplica una fracción decreciente al costo del activo menos el valor de rescate. Por ejemplo, un activo depreciado a lo largo de un periodo de cinco años se cancela aplicando una fracción cuyo denominador es la suma de los dígitos de los cinco años $(1 + 2 + 3 + 4 + 5 = 15)$ y cuyo numerador es la vida restante desde el inicio del periodo. Esto produce una fracción de $5/15$ para el primer año, $4/15$ para el segundo año, que progresa hasta $1/15$ en el quinto y último año.

Depreciación acelerada ***Figura 4.3***

	DEPRECIACIÓN		DEPRECIACIÓN ACUMULATIVA	
Finales del año	Doble disminución	Suma de los dígitos del año	Doble disminución	Suma de los dígitos del año
1	$22 000	$18 182	$ 22 000	$ 18 182
2	17 600	16 364	39 600	34 546
3	14 080	14 545	53 680	49 091
4	11 264	12 727	64 944	61 818
5	9 011	10 909	73 955	72 727
6	7 209	9 091	81 164	81 818
7	5 767	7 273	86 931	89 091
8	4 614	5 455	91 545	94 546
9	4 228*	3 636	95 773	98 182
10	4 227*	1 818	100 000	100 000

**Vuelve a la línea recta*

La figura 4.3 ilustra estos métodos de depreciación acelerada aplicados a un activo con un costo de 100 000 dólares, un valor de rescate de 10 000 dólares y una vida útil de 10 años. Puesto que un activo nunca se deprecia por debajo de su valor de rescate, las compañías tienen cuidado de asegurarse de que los métodos de saldos decrecientes no violen esto. Cuando el gasto de depreciación utilizando el método del saldo decreciente cae por debajo de la tasa en línea recta, una práctica común consiste en utilizar la tasa en línea recta para los periodos restantes.

- **Especiales.** En algunas industrias, como las del acero y la maquinaria pesada, se encuentran métodos de depreciación especiales. El más común de estos métodos vincula los cargos de depreciación con la *actividad* o intensidad de la utilización del activo. Por ejemplo, si una máquina tiene una vida útil de 10 000 horas de funcionamiento, el cargo de depreciación varía con las horas del tiempo de funcionamiento, más que con el periodo. Cuando se utilizan *métodos de actividad* (también conocidos como métodos de unidad de producción), es importante que el estimado de la vida útil se revise periódicamente para que siga siendo válido en condiciones cambiantes.

Agotamiento

El **agotamiento** es la asignación del costo de los recursos naturales con base en el índice de extracción o de producción. La diferencia entre depreciación y agotamiento es que la depreciación por lo común es una asignación del costo basada en la explotación por unidad de recursos naturales como carbón, petróleo, minerales o madera. El agotamiento depende de la producción, una mayor producción produce más gastos de agotamiento. Para ilustrar, si un depósito de mineral cuesta 5 millones de dólares y contiene un estimado de 10 millones de toneladas recuperables, el índice de agotamiento por tonelada de mineral extraído es de 0.50 de dólar. La producción y venta de 100 000 toneladas produce un cargo de agotamiento de 50 000 dólares y un saldo neto en la cuenta de activos a finales del año de 4.95 millones de dólares. El análisis debe tener en cuenta que, lo mismo que la depreciación, el agotamiento puede producir complicaciones, como confiabilidad o falta de la misma, en el estimado de recursos recuperables. Las compañías deben revisar periódicamente este estimado para asegurarse de que refleje toda la información.

Análisis de los activos de la planta y de los recursos naturales

La valuación de los activos de la planta y los recursos naturales hace hincapié en la objetividad del costo histórico. Por desgracia, los costos históricos no son particularmente relevantes en la evaluación de los valores de reemplazo, o en la determinación de la futura necesidad de activos de operación. Asimismo, no son comparables con los informes de las diferentes compañías y no son particularmente útiles en la medición de los costos de oportunidad de la eliminación, o en la evaluación de otras utilizaciones de fondos. Además, en épocas de niveles de precios cambiantes, los costos históricos representan una colección de gastos que reflejan un poder adquisitivo diferente.

Investigación del análisis

REBAJA DE LOS VALORES DE LOS ACTIVOS

Las rebajas del valor de los activos son cada vez más conspicuas debido a su incremento en cuanto a número y frecuencia en los años recientes. ¿Estas rebajas del valor son buenas o malas señales acerca de las perspectivas actuales y futuras de una compañía? ¿Cuáles son las implicaciones de esas rebajas del valor de los activos en el análisis financiero? ¿Las rebajas del valor son relevantes para la valuación de valores? ¿Las rebajas del valor alteran las exposiciones al riesgo de los usuarios? La investigación del análisis está empezando a arrojar luz sobre estas cuestiones.

Los datos indican que las compañías que previamente registraban las rebajas de valores tienen más probabilidades de manifestar las rebajas del valor actuales y futuras. Este resultado le añade una mayor complejidad al análisis e interpretación de las ganancias. La investigación también averigua si las compañías aprovechan la naturaleza discrecional de las rebajas del valor del activo para administrar las ganancias hacia una cifra meta. La evidencia sobre esta cuestión indica que la administración tiende a escoger el momento de la rebaja del valor del activo durante un periodo en el cual el desempeño financiero de la compañía ya es bajo en relación con los competidores. Aunque esta evidencia concuerda con las compañías que hacen cargos adicionales contra el ingreso en los años en que las ganancias son desfavorables (a lo que se hace referencia como el *gran baño*), también es congruente con la reducción apropiada que hace la administración en el valor del activo debido a un potencial de ganancias decreciente. A pesar de esto, el análisis de los estados financieros de una compañía que incluyen rebajas del valor debe considerar las implicaciones de éstas en cuanto a las condiciones de negocios y del desempeño de la compañía en la actualidad.

La actualización de los activos de la planta con el mercado no es una contabilidad aceptable. Sin embargo, el conservadurismo permite una rebaja del valor si ocurre una afectación permanente en el valor. Una rebaja del valor alivia a los futuros periodos de los cargos relacionados con las actividades de operación. Amerada Hess Corp. manifiesta la siguiente rebaja de valor de los activos en su informe anual:

EXTRACTO DEL ANÁLISIS

La Corporación registró un cargo especial a ganancias de 536 690 000 dólares (432 742 000 dólares después de Impuestos sobre utilidades, o 5.12 dólares por acción). Este cargo especial consiste en una rebaja del valor de 146 768 000 dólares en el valor en libros de ciertos buques petroleros de navegación oceánica y una provisión de 389 924 000 dólares para costos de transportación marítima en exceso de las tasas de mercado.

Aun cuando las circunstancias de los negocios imponen numerosas incertidumbres, incluyendo errores en los estimados contables, el análisis requiere un escrutinio de esos cargos especiales. Las reglas contables para las afectaciones de activos a largo plazo requieren que las

compañías revisen periódicamente los sucesos o cambios en las circunstancias para determinar si hay posibles afectaciones. Sin embargo, las compañías todavía pueden diferir el reconocimiento de las afectaciones más allá del momento en que la administración se entera de ellas. En este caso, las rebajas subsiguientes del valor pueden distorsionar los resultados manifestados. Conforme a las reglas actuales, las compañías utilizan una "prueba de recuperabilidad" para determinar si existe una afectación. Es decir, una compañía debe estimar los futuros flujos netos de efectivo esperados del activo y su disposición eventual. Si estos flujos netos de efectivo esperados (no descontados) son inferiores a la cantidad de traslado del activo, entonces el activo está afectado. La pérdida por afectación se mide como el exceso del valor de traslado del activo sobre su valor justo, donde el valor justo es el valor de mercado o valor presente de los futuros flujos netos de efectivo esperados.

Análisis de la depreciación y el agotamiento

La mayoría de las compañías utilizan activos productivos a largo plazo en sus actividades de operación y, en esos casos, la depreciación por lo común es un gasto importante. Los administradores toman decisiones que implican la base de depreciación, la vida útil y el método de asignación. Estas decisiones pueden producir cargos de depreciación muy diferentes. El análisis debe incluir información sobre estos factores, tanto para evaluar las ganancias de manera eficaz, como para comparar el análisis de las ganancias de las compañías.

Uno de los objetivos centrales del análisis es cualquier revisión de las vidas útiles de los activos. Aun cuando esas revisiones resultan en asignaciones más confiables de los costos, el análisis debe concentrarse en cualquier revisión con interés, debido a que dichas revisiones se utilizan en ocasiones para cambiar o emparejar el ingreso entre los periodos. La siguiente revisión de General Motors tuvo un efecto importante sobre las ganancias:

EXTRACTO DEL ANÁLISIS

La corporación revisó las vidas de servicio estimadas de sus plantas, equipo y herramientas especiales... Estas revisiones, que se basaron en... estudios de las vidas útiles y los periodos de utilización reales, reconocieron los estimados actuales de las vidas de servicio de los activos y tuvieron el efecto de reducir... los cargos de depreciación y amortización en la cantidad de 1 236 600 dólares, o 2.55 dólares por acción.

En este caso, los "estudios de las vidas útiles reales" de GM fueron algo menos que precisos, debido a que tres años después GM hizo un cargo de 2 100 millones de dólares para cubrir los gastos del cierre de varias plantas y para otras plantas que no se cerrarían durante varios años. El análisis más amplio indica indicios de administración de las ganancias por un recién elegido presidente del consejo, quien explicó esto como "un elemento importante del plan estratégico a largo plazo de GM, con el fin de mejorar la competitividad y la rentabilidad de sus operaciones en Estados Unidos". Es decir, al cargar 2 100 millones de dólares de costos de las plantas a ganancias actuales que de otra manera se depreciarían en los futuros periodos, GM reduce los gastos futuros e incrementa el ingreso futuro.

La calidad de la información en los informes anuales concerniente a los métodos de asignación varía ampliamente y a menudo es menos completa que las revelaciones en las presentaciones ante la SEC. La información más detallada por lo común incluye el método o los métodos de depreciación y la gama de vidas útiles para varias categorías de activos. Sin embargo, incluso esta información es de una utilidad limitada. Resulta difícil hacer muchas deducciones a partir de los métodos de asignación utilizados si no se cuenta con información cuantitativa sobre su grado de utilización y los activos afectados. La información básica sobre los intervalos de las vidas útiles

y los métodos de asignación contribuye muy poco al análisis, como se demuestra en la siguiente revelación de Dow Chemical, que es representativa:

EXTRACTO DEL ANÁLISIS

Propiedades al 31 de diciembre	Vidas útiles estimadas
Terreno	—
Mejoramientos al terreno y las vías fluviales	15-25 años
Edificios	5-55 años
Maquinaria y equipo	3-20 años
Instalaciones y líneas de suministro	5-20 años
Otra propiedad	3-30 años

Por lo común no hay ninguna revelación sobre la relación entre los índices de depreciación y el tamaño del grupo de activos, ni entre la tasa utilizada y el método de asignación. Aunque la utilización del método en línea recta permite aproximar la futura depreciación, los métodos acelerados hacen que esta aproximación sea menos confiable, a menos que se obtenga información adicional que a menudo no se divulga.

Otro reto para el análisis surge de las diferencias en los métodos de asignación utilizados para el informe financiero y para propósitos de impuestos. Tres posibilidades comunes son:

1. Utilizar el método en línea recta tanto para el informe financiero como para propósitos de impuestos.
2. Utilizar el método en línea recta para el informe financiero y un método acelerado para impuestos. El efecto favorable en impuestos resultante de una depreciación de impuestos más elevada se compensa en los informes financieros con la asignación de impuestos entre los periodos estudiados en el capítulo 6; el efecto favorable de impuestos se deriva de diferir los pagos de impuestos, lo que produce una utilización de fondos libre de costo.
3. Utilizar un método acelerado tanto para el informe financiero como para impuestos. Esto produce una depreciación más elevada en los primeros años, que se puede prolongar a lo largo de muchos años en el caso de una compañía en expansión.

Las revelaciones acerca del efecto de estas diferentes posibilidades no siempre son adecuadas. Las revelaciones adecuadas incluyen información sobre los cargos de depreciación conforme a las asignaciones optativas. Si una compañía divulga los impuestos diferidos originados de una depreciación acelerada para propósitos de impuestos, el análisis puede estimar con aproximación la depreciación adicional debida a la aceleración dividiendo la cantidad del impuesto diferido entre la tasa de impuestos actual. En el capítulo 6 se estudia la manera de utilizar esas revelaciones más amplias para la composición de los impuestos diferidos.

A pesar de estas limitaciones, el análisis no debe ignorar la información sobre la depreciación. Nótese que el gasto de depreciación se deriva del efectivo gastado *en el pasado* —no requiere ningún desembolso de efectivo actual–. Por esta razón, algunos analistas se refieren al ingreso antes de la depreciación como *flujo de efectivo*. Esto es una desafortunada simplificación porque omite muchos factores que constituyen el flujo de efectivo. En el mejor de los casos, constituye una estimación deficiente debido a que sólo incluye flujos de entrada seleccionados sin considerar el compromiso de una compañía con los flujos de salida, como reemplazo de la planta, inversiones, o dividendos. Otra mala interpretación de esta simplificación del flujo de efectivo es que la depreciación sólo es un "gasto contable" y es diferente de gastos como mano de obra o material y, por consiguiente, se puede ignorar o concederle menos importancia que a otros gastos. El análisis no debe cometer este error. Una razón de esta falsa concepción es la ausencia de cualquier flujo de salida de efectivo actual. La compra de una máquina con una vida útil de cinco años es, de hecho, un prepago por cinco años de servicios. Por ejemplo, tómese el caso de una máquina y

supóngase que un trabajador la opera durante ocho horas al día. Si se contratan los servicios de ese trabajador durante un periodo de cinco años y se le paga con anticipación, se asignaría este pago a lo largo de cinco años de trabajo. A finales del primer año, una quinta parte del pago ya se gastó y las cuatro quintas partes restantes del pago son un activo que se reclamará sobre futuros servicios. La similitud entre el contrato laboral y la máquina es evidente. En el año 2 del contrato laboral, no hay un desembolso de efectivo, pero no hay ninguna duda acerca de la realidad de los costos laborales. La depreciación de la maquinaria no es diferente.

El análisis de la depreciación requiere la evaluación del grado de idoneidad de ésta. Para este propósito se utilizan medidas como la razón de depreciación a activos totales, o la razón entre depreciación y otros factores relacionados con el volumen. Además, hay varias medidas relacionadas con la edad de los activos de la planta que son útiles para comparar las políticas de depreciación a lo largo del tiempo y entre las compañías, como las siguientes:

Lapso de vida promedio total = activos brutos de planta y equipo/gasto de depreciación del año actual.

Edad promedio = depreciación acumulada/gasto de depreciación del año actual.

Vida restante promedio = activos netos de planta y equipo/gasto de depreciación del año actual.

Estas medidas proporcionan estimados razonables para las compañías que utilizan la depreciación en línea recta, pero son menos útiles para las compañías que utilizan métodos acelerados. Otra medida que a menudo es útil en el análisis es:

Lapso de vida promedio total = *edad promedio* + *vida restante promedio*

Cada una de estas medidas ayuda a evaluar las políticas de depreciación de una compañía y sus decisiones a lo largo del tiempo. La edad promedio de la planta y el equipo es útil para evaluar varios factores, incluyendo los márgenes de utilidad y los futuros requerimientos de financiamiento. Por ejemplo, las compañías con un capital intensivo que cuentan con instalaciones antiguas a menudo tienen márgenes de utilidad que no reflejan los costos más elevados del reemplazo de activos envejecidos. De manera similar, las estructuras de capital de esas compañías por lo común no reflejan el financiamiento necesario para el reemplazo de activos. Finalmente, cuando se utilizan esas medidas analíticas como bases de comparación entre las compañías, es necesario tener cuidado, ya que el gasto de depreciación varía según el método de asignación y las suposiciones de la vida útil y el valor de rescate.

ACTIVOS INTANGIBLES

Los **activos intangibles** son derechos, privilegios y beneficios de propiedad o control. Dos características comunes de los intangibles son un elevado nivel de incertidumbre respecto a los futuros beneficios y carencia de existencia física. En la figura 4.4 se enlistan ejemplos de activos intangibles importantes. Los activos intangibles comúnmente son: 1) inseparables de una compañía o de su segmento, 2) tienen periodos de beneficio indefinidos y 3) experimentan considerables cambios en la valuación, basados en las circunstancias competitivas. El costo histórico es la regla de valuación para los intangibles *adquiridos*. Con todo, hay una diferencia importante entre la contabilidad de los activos tangibles y la de los intangibles. Es decir, si una compañía utiliza

Categorías seleccionadas de activos intangibles — ***Figura 4.4***

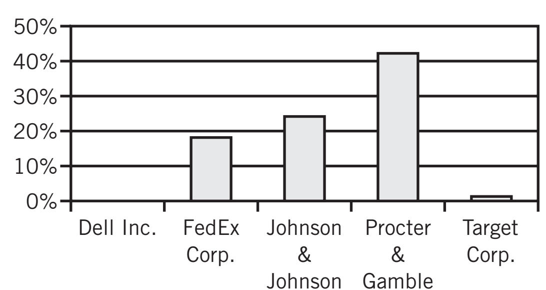
- Crédito comercial
- Patentes, propiedad intelectual, razones sociales y marcas registradas
- Arrendamientos, arrendamientos con derecho y mejoramientos a la propiedad arrendada
- Costos de derechos de exploración y aprovechamiento de recursos naturales
- Fórmulas, procesos, tecnologías y diseños especiales
- Licencias, franquicias, membresías y listas de clientes

materiales y mano de obra en la construcción de un activo tangible, capitaliza esos costos y los deprecia a lo largo del periodo de beneficio. En contraste, si una compañía gasta dinero en anunciar un producto o en capacitar a la fuerza de ventas, es decir, si crea activos intangibles *generados internamente*, por lo común no puede capitalizar esos costos, incluso cuando hay probabilidades de beneficios para los periodos futuros. Sólo los intangibles adquiridos se registran en el balance. Este trato contable se debe al conservadurismo, presuntamente debido a la creciente incertidumbre de percibir los beneficios de activos intangibles como publicidad y capacitación, frente a los beneficios de activos tangibles, como edificios y equipo.

Contabilidad para intangibles

Intangibles identificables

Los **intangibles identificables** son activos intangibles que se identifican y vinculan por separado con derechos o privilegios específicos que tienen periodos de beneficio limitados. Los candidatos son patentes, marcas registradas, propiedad intelectual y franquicias. Las compañías los registran al costo y los amortizan a lo largo de los periodos de beneficio. La eliminación contable del gasto de todo el costo de intangibles identificables en el momento de la adquisición está prohibida.



Intangibles no identificables

Los **intangibles no identificables** son activos que se originan internamente o se compran, pero no son identificables y a menudo poseen periodos de beneficio indefinidos. Un ejemplo es el crédito comercial. Cuando una compañía adquiere otra compañía o segmento, necesita asignar la cantidad pagada a todos los activos identificables (incluidos los activos intangibles identificables) y los pasivos conforme a sus valores de mercado justos. Cualquier exceso restante después de esta asignación se asigna a un activo intangible no identificable llamado crédito comercial. El crédito comercial puede ser un activo considerable, pero sólo se registra en el momento de la compra de otra entidad o segmento (el crédito comercial generado internamente no se registra en el balance). Su composición varía considerablemente, se puede referir a una capacidad de atraer y conservar a los clientes, o a cualidades inherentes en las actividades empresariales, como organización, eficiencia y efectividad. El crédito comercial implica un poder adquisitivo. Dicho de otra manera, el crédito comercial se traduce en un futuro exceso de ganancias, donde este exceso es la cantidad por encima de las ganancias normales. Las ganancias excesivas son similares al *ingreso residual* (*ganancias anormales*) que se describen en el capítulo 1.

Amortización de intangibles

Cuando los costos en cuanto a los activos tangibles e intangibles identificables se capitalizan, deben amortizarse subsiguientemente a lo largo del periodo de beneficio de esos activos. La duración de un periodo de beneficio depende del tipo de intangible, las condiciones de la demanda, las circunstancias competitivas y cualquier otra limitación legal, contractual, reguladora o económica. Por ejemplo, las patentes son derechos exclusivos transmitidos por los gobiernos a los inventores durante un periodo específico. De manera similar, la propiedad intelectual y las marcas registradas confieren derechos exclusivos durante periodos específicos. Los arrendamientos con derechos y los mejoramientos a esos arrendamientos son beneficios de ocupación que el arrendatario determina contractualmente. De igual modo, si el valor de un intangible disminuye considerablemente (aplicando la prueba de recuperabilidad), entonces se rebaja su valor. Como se analiza en el capítulo 5, conforme a los estándares contables actuales el crédito comercial no se amortiza, sino que se somete a una prueba anual para determinar si hay una afectación.

Análisis de intangibles

Los analistas a menudo tratan con desconfianza a los intangibles al analizar los estados financieros. Muchos analistas relacionan los intangibles con el grado de riesgo. Se recomienda tener cautela y comprensión cuando se evalúen intangibles. Los intangibles comúnmente son uno de los activos más valiosos de una compañía y existe la posibilidad de valuarlos en una cantidad considerablemente menor.

El análisis del crédito comercial revela algunos casos interesantes. Debido a que el crédito comercial se registra sólo cuando se adquiere, es probable que la mayor parte del crédito comercial se halle fuera del balance. Sin embargo, se sabe que el crédito comercial a la larga se refleja en grandes utilidades. Si las grandes utilidades no son evidentes, entonces el crédito comercial, se haya adquirido o no, tiene poco o nulo valor. Para ilustrar este punto, considere la eliminación contable del crédito comercial manifestada por Viacom.

EXTRACTO DEL ANÁLISIS

Como resultado de una prueba de afectación, la compañía registró un cargo de afectación de 18 000 millones de dólares en el cuarto trimestre, registrado en la Declaración de operaciones consolidada para el ejercicio fiscal que terminó el 31 de diciembre de 2004. Los 18 000 millones de dólares reflejan cargos para reducir el valor de traslado del crédito comercial en el segmento de Radio de 10 900 millones de dólares y el segmento de Exteriores de 7 100 millones de dólares, así como una reducción del valor de traslado de intangibles de 27.8 millones de dólares relacionados con las licencias de FCC (Federal Communications Commission, Comisión Federal de Comunicaciones de Estados Unidos) en el segmento de Radio.

El análisis de intangibles distintos del crédito comercial (goodwill) también debe estar alerta a la libertad de la administración en la amortización. Debido a que la amortización incrementa las ganancias manifestadas, la administración podría amortizar intangibles a lo largo de periodos que excedan los periodos de beneficio. Probablemente se muestre confiado al suponer cualquier sesgo en dirección de una tasa baja de amortización. Es posible ajustar dicha tasa siempre que se cuente con información confiable sobre los periodos de beneficio de los intangibles.

Al analizar los intangibles es necesario estar preparado para hacer sus propios estimados concernientes a la valuación de tales activos. También es necesario recordar que el crédito comercial no requiere amortización y que los auditores experimentan dificultades con los intangibles, en particular con el crédito comercial. Les resulta particularmente difícil evaluar el valor continuo de los intangibles no amortizados.

El análisis debe estar atento a la composición, la valuación y la disposición del crédito comercial. El crédito comercial se cancela cuando desaparece el poder superior de producir ingresos que justifica su existencia. La administración con frecuencia determina el momento de la disposición o la cancelación del crédito comercial durante un periodo en que el impacto sobre el mercado es menor.

PUNTO DE VISTA DEL ANÁLISIS ***...USTED ES EL NEGOCIADOR LABORAL***

Usted está rindiendo testimonio en las audiencias del Congreso para exigir estándares de contaminación considerablemente más estrictos a las fábricas de papel. El vocero de la industria insiste en que ésta no cuenta con los recursos para afrontar normas más rígidas y señala continuamente una razón de obligación ligeramente superior a 1.0 como indicio de la vulnerabilidad financiera. Usted replica argumentando la existencia de activos intangibles valuados en menos y no registrados en el caso de esta industria. El vocero insiste en que cualquier intangible fuera de la compañía carece de valor, que los estados financieros son presentados con imparcialidad y certificados por un auditor independiente, y que los activos intangibles no son relevantes en esas audiencias. ¿Cómo contrarresta usted los argumentos del vocero?

Respuesta, página 224

Intangibles y contingencias no registrados

El estudio de los activos no está completo sin abordar los activos intangibles y contingentes no registrados en el balance. Un activo importante en esta categoría es el crédito comercial generado internamente. En la práctica, los gastos relacionados con la creación del crédito comercial se desembolsan cuando se incurre en ellos. Según la medida en que el crédito comercial se genere y sea vendible, o genere un poder superior de producir ingresos, el ingreso actual de una compañía se subestima debido a los gastos relacionados con la generación del crédito comercial. De manera similar, sus activos no reflejan este futuro poder de producir ingresos. El análisis debe reconocer estos casos y ajustar los activos y el ingreso conforme a ello.

Otra categoría importante de activos no registrados es la relacionada con los elementos de servicio o ideas. Algunos ejemplos son los programas de televisión que se llevan a un costo amortizado (o ninguno) pero que siguen produciendo millones de dólares en honorarios de licencias (como *Seinfeld* y *Star Trek*), y los medicamentos actuales que han tomado años para crearse pero cuyos costos se han cancelado desde hace muchos años. Otros ejemplos son las marcas creadas (razones sociales) como Coca-Cola, McDonald's, Nike y Kleenex. En la figura 4.5 aparecen los estimados del valor para algunas marcas importantes.

Figura 4.5 ***Valuación de marcas*** **(*Fuente:* sitio de Interbrand en la Red)**

Posición en 2004		Valor de la marca (en millones de dólares)
1	Coca-Cola	$67 394
2	Microsoft	61 372
3	IBM	53 791
4	GE	44 111
5	Intel	33 499
6	Disney	27 113
7	McDonald's	25 001
8	Nokia	24 041
9	Toyota	22 673
10	Marlboro	22 128

RESPUESTAS DE ORIENTACIÓN PARA LOS PUNTOS DE VISTA DEL ANÁLISIS

AUDITOR

Sí, como auditor, a usted le interesan los cambios en los estimados, en particular cuando esos cambios coinciden precisamente con las predicciones anteriores de la administración. Un auditor debe estar seguro de que el estimado de cuentas incobrables es razonable en vista de las condiciones actuales de la industria, la economía y el cliente.

AGENTE DE COMPRAS

Sí, un agente de compras no necesariamente debe compensar a los proveedores por las decisiones de compra potencialmente deficientes. El margen bruto manifestado de 20% del proveedor "sepulta" el ajuste del mercado de 2 millones de dólares en su costo de bienes vendidos. El comprador debe eliminar el ajuste del mercado del costo de los bienes vendidos y anotarlo entre los gastos de operación en la declaración de ingresos. En consecuencia, el margen bruto del proveedor sería de 2 millones de dólares más y, por consiguiente, el comprador tiene una posición de negociación legítimamente superior para obtener un precio más bajo.

AMBIENTALISTA

Éste es un caso difícil. Por una parte, la afirmación del vocero de que los intangibles no son relevantes es un error; los activos intangibles les confieren considerables beneficios económicos a las compañías y a menudo constituyen una parte importante de los activos. Además, la confianza del vocero en los auditores para certificar que los estados financieros se apegan a los principios contables aceptados es absurda. Asimismo, puesto que los principios contables no permiten la capitalización de intangibles generados internamente, no requieren un ajuste de

los intangibles a los valores de mercado y no valúan muchos intangibles (recursos humanos, relaciones entre el cliente y el comprador), la certificación de un auditor es una evidencia insuficiente del valor de los intangibles. Por otra parte, el vocero está en lo cierto al dudar del valor de los intangibles separados de la compañía. En ausencia de la venta de una compañía o un segmento, el flujo de entrada de efectivo de los intangibles es indirecto a partir de ganancias superiores a lo normal. De igual manera, la mayoría de las instituciones de crédito no aceptan los intangibles como colateral cuando toman decisiones de crédito. En resumen, la resolución de estas audiencias debe reconocer la existencia de intangibles, el grado en ocasiones elevado de incertidumbre en lo que concierne al valor y la duración de los intangibles, el valor limitado de los intangibles en ausencia de la liquidación de toda la compañía o parte de ella, y por último, la necesidad de una decisión "política" que refleje las necesidades de la sociedad.

PREGUNTAS

4-1. Las compañías por lo común registran los saldos de compensación requeridos conforme a un contrato de préstamo como efectivo restringido clasificado dentro de los activos en circulación.

a) Para propósitos del análisis de estados financieros, ¿es útil esta clasificación? Explique.

b) Describa cómo evaluaría usted los saldos de compensación.

4-2. *a*) Explique el concepto de ciclo de operación de una compañía y su significado.

b) Discuta la importancia del ciclo de operación para la clasificación de las partidas circulantes en comparación con las no circulantes en un balance. Cite ejemplos.

c) ¿Es útil el concepto del ciclo de operación en la medición de la capacidad actual de pago de deuda de una compañía y de la liquidez de los componentes del capital de trabajo?

d) Describa el efecto del concepto de ciclo de operación en la clasificación de activos en circulación en las siguientes industrias: 1) tabaco, 2) licores y 3) menudeo.

4-3. *a*) Señale los principales puntos en el análisis de cuentas por cobrar.

b) Describa la información, además de la que por lo común está disponible en los estados financieros, que se debería recopilar para evaluar el riesgo de las partidas por cobrar incobrables.

4-4. *a*) ¿Qué se entiende por factoraje o bursatilización de partidas por cobrar?

b) ¿Qué significa vender partidas por cobrar con recurso? ¿Qué significa venderlas sin recurso?

c) ¿En qué forma vender partidas por cobrar (en particular con recurso) distorsiona potencialmente el balance?

4-5. *a*) Examine las consecuencias de los métodos de inventario aceptables en el registro de los costos de inventarios y en la determinación del ingreso.

b) Comente acerca de la variación en la práctica concerniente a la inclusión de los costos en los inventarios. Dé ejemplos por lo menos de dos fuentes de esas variaciones en el costo.

4-6. *a*) Describa la importancia del nivel de actividad sobre el costo por unidad de los bienes producidos por un fabricante.

b) La asignación de los costos de gastos generales requiere ciertas suposiciones. Explique e ilustre con un ejemplo las asignaciones de costos y sus vínculos con los niveles de actividad.

4-7. Explique el (los) principal(es) objetivo(s) de la contabilidad conforme al inventario UEPS (LIFO). Discuta las consecuencias para el análisis de los estados financieros de utilizar UEPS (LIFO) tanto en la medición del ingreso como en la valuación de inventarios.

4-8. Hable sobre las revelaciones actuales en cuanto a los métodos de valuación del inventario y describa en qué forma esas revelaciones son útiles para el análisis. Identifique los tipos adicionales de revelaciones del inventario que serían útiles para propósitos del análisis.

4-9. Las compañías por lo común aplican el método de lo más bajo del costo o del mercado (LCM, Lower-of-cost-or-market) para la valuación del inventario.

a) Defina *costo* con arreglo a la valuación del inventario.

b) Defina *mercado* con arreglo a la valuación del inventario.

c) Discuta la razón fundamental en que se sustenta la regla de LCM.

d) Identifique los argumentos en contra de la utilización de LCM.

4-10. Establezca las diferencias entre los efectos del método de cálculo del costo de los inventarios UEPS (LIFO) y los del método PEPS (FIFO) sobre las ganancias en un periodo inflacionario.

4-11. Los fabricantes registran el inventario en forma de materia prima, trabajo en proceso y bienes terminados. Para cada categoría, examine en qué forma se podría considerar a un incremento como un indicador positivo o negativo del futuro desempeño dependiendo de las circunstancias que resultaron en la acumulación del inventario.

4-12. Comente sobre lo siguiente: La contabilidad de la depreciación es imperfecta para propósitos del análisis.

4-13. Los analistas no pueden aceptar sin rodeos la cantidad de la depreciación. Uno debe tratar de estimar la edad y la eficiencia de los activos de la planta. También es útil comparar la depreciación, actual y acumulada, con los activos brutos de la planta y hacer comparaciones con compañías similares. Aun cuando un analista no puede ajustar con precisión las ganancias en cuanto a la depreciación, un analista no requiere precisión. Comente acerca de estas aseveraciones.

4-14. Identifique las herramientas analíticas útiles en la evaluación del gasto de depreciación. Explique por qué son útiles.

4-15. ¿A qué aspectos del crédito comercial deben estar atentos los analistas en el análisis de los estados financieros?

4-16. Explique cuándo se debe capitalizar un gasto en comparación con cuándo se debe desembolsar.

4-17. Distinga entre un “activo concreto” y un “activo abstracto”. Cite varios ejemplos.

4-18. La utilidad neta de las compañías que exploran en busca de recursos naturales en ocasiones tiene muy poca relación con las cantidades de activos registradas en el balance para recursos naturales.
a) Explique en qué forma puede ocurrir la ausencia de una relación entre el ingreso y los activos de recursos naturales.
b) Describa las circunstancias en las cuales es más probable que exista una relación más sensata desde el punto de vista económico.

4-19. Desde el punto de vista de un usuario de estados financieros, describa las objeciones a utilizar el costo histórico como base para valuar activos tangibles.

4-20. *a*) Identifique los procedimientos contables básicos que regulan la valuación de los activos intangibles.
b) Distinga entre la contabilidad para el crédito comercial generado internamente y la contabilidad para el comprado (y los intangibles).
c) Discuta la importancia de distinguir entre intangibles identificables e intangibles no identificables.
d) Explique los principios que sustentan la amortización de activos intangibles.

4-21. Describa las implicaciones del análisis en el crédito comercial a la luz de los procedimientos contables actuales.

4-22. Identifique cinco tipos de cargos diferidos y describa la razón fundamental de diferirlos para cada uno de ellos.

4-23. *a*) Describa por lo menos dos activos no registrados en el balance.
b) Explique cómo evalúa un analista los activos no registrados.

EJERCICIOS

EJERCICIO 4-1
Análisis de asignaciones para partidas por cobrar incobrables

El 31 de diciembre del año 1, Carme Company manifiesta sus cuentas por cobrar de las ventas a crédito a los clientes. Carme Company utiliza el método de asignación, basado en las ventas a crédito, para estimar las deudas incobrables. Basándose en la experiencia pasada, Carme no cobra alrededor de 1% de sus ventas a crédito. Carme espera que este patrón continúe.

Se requiere:

a) Explique la razón fundamental de utilizar un método de asignación basado en las ventas a crédito para estimar las deudas incobrables. Compare este método con un método de asignación basado en el balance de cuentas por cobrar.

b) ¿Cómo debe registrar Carme su asignación para la cuenta de deudas incobrables en su saldo al 31 de diciembre del año 1? Describa las alternativas, si las hay, para la presentación del gasto de deudas incobrables en la declaración de ingresos de Carme en el año 1.

c) Explique los objetivos del análisis cuando evalúa lo razonable de la asignación de Carme para deudas incobrables.

(Adaptado de AICPA)

EJERCICIO 4-2
Evaluación del costo del inventario y de los valores de mercado

K2 Sports, un mayorista que ha estado en el negocio durante dos años, compra su inventario a varios proveedores. Durante esos dos años, cada compra ha sido a un precio más bajo que el de la compra anterior. K2 utiliza el método de lo más bajo del costo [PEPS (FIFO)] o del mercado para valuar sus inventarios.

El costo original de los inventarios es superior al costo de reemplazo de éstos, pero es más bajo del valor neto realizable (asimismo, el valor neto realizable menos un margen de utilidad normal es más bajo que el costo de reemplazo de los inventarios).

Se requiere:

a) ¿Cuáles criterios se deben utilizar en la determinación de los costos que se van a incluir en el inventario?

b) ¿Por qué se utiliza la regla de lo más bajo del costo o del mercado?

c) ¿A qué cantidad anual debe registrar K2 sus inventarios en el balance? Explique la aplicación de la regla de lo más bajo del costo o del mercado en esta situación.

d) ¿Cuál sería el efecto sobre los inventarios finales y la utilidad neta para el segundo año si K2 hubiera utilizado el método de inventario de lo más bajo del costo (promedio) o del mercado, en lugar del método de inventario de lo más bajo del costo [PEPS (FIFO)] o del mercado?

(Adaptado de AICPA)

EJERCICIO 4-3
Explicación de los métodos de medición del inventario

El costo para propósitos del inventario se debe determinar con el método de flujo de costos del inventario que refleje mejor el ingreso periódico.

Se requiere:

a) Describa las suposiciones del flujo de costo del inventario de: 1) costo promedio, 2) PEPS (FIFO) y 3) UEPS (LIFO).

b) Explique las razones usuales de la administración para utilizar UEPS (LIFO) en una economía inflacionaria.

c) Cuando hay evidencia de que el valor del inventario, mediante su disposición en el curso ordinario de los negocios, es menor que el costo, ¿cuál es el trato contable? ¿Qué concepto justifica este trato?

(Adaptado de AICPA)

EJERCICIO 4-4
Utilidad de las revelaciones del inventario UEPS (LIFO) y PEPS (FIFO)

Las cifras del inventario y el costo de los bienes vendidos preparadas conforme a la suposición del flujo de costos UEPS (LIFO) comparada con la suposición del flujo de costos PEPS (FIFO) pueden diferir considerablemente.

Se requiere:

a) ¿Un analista consideraría el valor de los activos del inventario final más útil si se calcula utilizando UEPS (LIFO), o PEPS (FIFO)? Explique.

b) ¿Un analista consideraría el costo de los bienes vendidos más útil si se calcula utilizando UEPS (LIFO), o PEPS (FIFO)? Explique.

c) Suponga que una compañía utiliza la suposición del flujo de costos UEPS (LIFO). Identifique cualquier valor calculado de PEPS (FIFO) que sea útil para propósitos del análisis y explique cómo se determina utilizando la información de los estados financieros.

EJERCICIO 4-5
Reexpresión del inventario de UEPS (LIFO) a PEPS (FIFO)

Campbell Soup Company

Refiérase a los estados financieros de **Campbell Soup** en el apéndice A.

Se requiere:

a) Calcule el costo de los bienes vendidos y la utilidad bruta conforme al método PEPS (FIFO) para el año 10. (*Nota:* A finales del año 9, el inventario UEPS (LIFO) es de 816.0 millones de dólares y el exceso de inventario PEPS (FIFO) sobre el inventario UEPS (LIFO) es de 88 millones de dólares).

b) Explique la utilidad potencial de la reexpresión de UEPS (LIFO) a PEPS (FIFO) efectuada en el inciso *a*).

c) Calcule el inventario final conforme al método PEPS (FIFO) para los años 10 y 11.

d) Explique por qué el cálculo del inventario PEPS (FIFO) realizado en el inciso *c* podría ser útil para el análisis.

COMPROBACIÓN
c) Inventario PEPS (FIFO) del año 11, 796.3 millones de dólares

EJERCICIO 5-6
Efectos financieros de UEPS (LIFO) y PEPS (FIFO)

Durante un periodo de costos crecientes del inventario y precios de producción estables, describa en qué forma diferirían la utilidad neta y los activos totales si se aplica UEPS (LIFO) o PEPS (FIFO). Explique cómo cambiaría su respuesta si la compañía está experimentando una disminución en los costos del inventario y precios de producción estables.

(Adaptado de CFA)

EJERCICIO 4-7
Identificación de activos no registrados

Con frecuencia se critica un balance, cuyo propósito es presentar con exactitud la posición financiera de una compañía, por no reflejar todos los activos bajo el control de una compañía.

Se requiere:

Cite cinco ejemplos de activos que no se incluyen actualmente en el balance. Discuta las implicaciones de los activos no registrados en el análisis de estados financieros.

(Adaptado de CFA)

EJERCICIO 4-8
Costos de desembolso contra costos de capitalización

Un analista debe estar familiarizado con la determinación del ingreso. El ingreso registrado para una entidad de negocios depende del reconocimiento apropiado de los ingresos y los gastos. En ciertos casos, los costos se reconocen como gastos en el momento de la venta del producto; en otras situaciones, se aplican pautas al capitalizar los costos y reconocerlos como gastos en periodos futuros.

Se requiere:

a) ¿En qué circunstancias es apropiado capitalizar un costo como un activo, en vez de desembolsarlo? Explique.

b) Ciertos gastos se asignan a periodos contables específicos basándose en una asignación sistemática y racional del costo del activo. Explique la razón fundamental de reconocer los gastos sobre esa base.

(Adaptado de AICPA)

EJERCICIO 4-9
Medidas analíticas de los activos de la planta

Dell, Inc.

Refiérase a los estados financieros de **Dell, Inc.**, en el apéndice A.

Se requiere:

a) Calcule las siguientes medidas analíticas relacionadas con Dell, Inc., durante 2005.

1) Lapso de vida promedio total de la planta y el equipo.

2) Edad promedio de la planta y el equipo.

3) Vida restante promedio de la planta y el equipo.

b) Considere la importancia de estas razones para el análisis de Dell.

EJERCICIO 4-10
Medidas analíticas de los activos de la planta

Campbell Soup Company

Refiérase a los estados financieros de **Campbell Soup Company** en el apéndice A.

Se requiere:

a) Calcule las siguientes medidas analíticas relacionadas con Campbell Soup durante los años 10 y 11.

1) Lapso de vida promedio total de la planta y el equipo.

2) Edad promedio de la planta y el equipo.

3) Vida restante promedio de la planta y el equipo.

b) Discuta la importancia de estas razones para el análisis de Campbell Soup.

COMPROBACIÓN
a), 3) Año 11, 7.23 años

EJERCICIO 4-11
Identificación de activos.

¿Cuáles de las siguientes partidas se clasifican como activos en un balance típico?

a) Depreciación.
b) Salario del director ejecutivo.
c) Efectivo.
d) Impuestos sobre utilidades diferidos.
e) Partidas por cobrar a plazos (cobrables en tres años).
f) Retiro de capital (dividendos).
g) Inventarios.
h) Gastos prepagados.
i) Cargos diferidos.
j) Inventario de trabajo en proceso.
k) Gasto de depreciación.
l) Gasto de deudas incobrables.
m) Préstamos a funcionarios.
n) Préstamos de funcionarios.
o) Fuerza de ventas totalmente capacitada.
p) Acciones comunes de una subsidiaria.
q) Razón social adquirida.
r) Crédito comercial (goodwill) generado internamente.
s) Contratos de franquicias obtenidas sin costo alguno.
t) Sistema de comercio electrónico creado internamente.

EJERCICIO 4-12
Reexpresión y análisis del inventario de UEPS (LIFO) a PEPS (FIFO)

Refiérase a los estados financieros de **Campbell Soup** en el apéndice A. **Campbell Soup**

Se requiere:

Campbell Soup utiliza principalmente la suposición de costos UEPS (LIFO) para determinar su costo de los bienes vendidos y las cantidades de inventario. Calcule tanto el inventario final como la utilidad bruta de Campbell Soup para el año 11, suponiendo que la compañía utiliza la contabilidad del inventario PEPS (FIFO).

PROBLEMAS

PROBLEMA 4-1
Interpretación y reexpresión del inventario de PEPS (FIFO) a UEPS (LIFO)

Suponga que usted está analizando los estados financieros de ABEX Chemicals. Su análisis plantea inquietud por algunos procedimientos contables que distorsionan potencialmente los resultados de la operación.

Se requiere:

a) Los datos de ABEX Corp. se expresan en el caso 10-5. Utilizando los datos de la figura 1 de ese caso, describa en qué forma la utilización por ABEX del método PEPS (FIFO) en la contabilidad de los inventarios petroquímicos afecta el margen de operación de su división para cada uno de los siguientes periodos:
   1) Años 5 al 7.
   2) Años 7 al 9.

b) ABEX está considerando la adopción del método contable UEPS (LIFO) para sus inventarios de petroquímicos ya sea en el año 10, o en el año 11. Recomiende una fecha de adopción para UEPS (LIFO) y justifique su elección.

(Adaptado de CFA)

COMPROBACIÓN
a), 2) PEPS (FIFO) incrementa los márgenes

PROBLEMA 4-2
Reexpresión del inventario de UEPS (LIFO) a PEPS (FIFO)

BigBook.Com utiliza la contabilidad del inventario UEPS (LIFO). Las notas a los estados financieros de BigBook.Com del año 9 divulgan lo siguiente (tiene una tasa de impuestos marginal de 35%).

Inventarios	Año 8	Año 9
Materia prima	$392 675	$369 725
Productos terminados	401 342	377 104
	794 017	746 829
Menos reserva UEPS (LIFO)	(46 000)	(50 000)
	$748 017	$696 829

Se requiere:

COMPROBACIÓN
b) 2 600 dólares

a) Determine la cantidad en que cambian las ganancias retenidas de BigBook.Com en el año 9 si se utiliza PEPS (FIFO).

b) Determine la cantidad en que cambia la utilidad neta de BigBook.Com si se utiliza PEPS (FIFO) para los años 8 y 9.

c) Examine la utilidad de las reexpresiones de UEPS (LIFO) a PEPS (FIFO) en un análisis de BigBook.Com.

(Adaptado de AICPA)

PROBLEMA 4-3
Análisis del inventario y ajustes relacionados

Land's End

A continuación aparecen extractos del informe anual de **Land's End** (en miles de dólares):

	Año 8	Año 9
Inventario	$219 686	$241 154
Costo de las ventas	754 661	675 138
Utilidad neta	31 185	64 150
Tasa de impuestos	37%	37%

Nota 1: Si se hubiera utilizado el método de contabilidad para el inventario de primeras entradas, primeras salidas [PEPS (FIFO)], el inventario habría sido aproximadamente 26.9 millones y 25.1 millones de dólares más elevado que el manifestado en el año 9 y el año 8, respectivamente.

Se requiere:

COMPROBACIÓN
b) 32 319 dólares

a) ¿Cuál habría sido el inventario final en el año 9 y el año 8 si se hubiera utilizado PEPS (FIFO)?

b) ¿Cuál habría sido la utilidad neta para el ejercicio que terminó el año 9 si se hubiera utilizado PEPS (FIFO)?

c) Estudie la utilidad de las reexpresiones de UEPS (LIFO) a PEPS (FIFO) para propósitos del análisis.

PROBLEMA 4-4
Análisis de la contabilidad T de los activos de la planta

Campbell Soup

Refiérase a los estados financieros de **Campbell Soup** en el apéndice A.

Se requiere:

a) Por medio del análisis de la contabilidad T, explique los cambios en la cuenta de Inmuebles, planta y equipo de Campbell para el año 11. Proporcione tantos detalles como se lo permita la revelación. (*Sugerencia:* Utilice la información divulgada en la Forma 10-K anexa al final del informe anual en el apéndice A.)

b) Explique la utilidad de este tipo de análisis.

PROBLEMA 4-5
Capitalización comparada con desembolso de los costos

Trimax Solutions produce software para impulsar el comercio electrónico. Trimax incurre en costos considerables de creación de software para computadoras, así como en considerables costos de investigación y desarrollo relacionados con otros aspectos de su línea de productos. Conforme a los GAAP, si se satisfacen ciertas condiciones, Trimax capitaliza los costos de desarrollo del software, pero desembolsa los otros costos de investigación y desarrollo. La siguiente información se tomó de los informes anuales de Trimax (en miles de dólares):

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Costos de investigación y desarrollo	$ 400	$ 491	$ 216	$ 212	$ 355	$ 419	$ 401	$ 455
Utilidad neta	312	367	388	206	55	81	167	179
Activos totales (a finales del año)	3 368	3 455	3 901	4 012	4 045	4 077	4 335	4 650
Capital (a finales del año)	2 212	2 460	2 612	2 809	2 889	2 915	3 146	3 312
Costos capitalizados del software								
Saldo no amortizado (a finales del año)	20	31	27	22	31	42	43	36
Gasto de amortización	4	7	9	12	13	15	15	14

Se requiere:

a) Calcule los desembolsos totales de los costos de desarrollo de software para cada año.

b) Los costos de investigación y desarrollo se desembolsan según se incurre en ellos. Compare y contraste los costos de desarrollo del software con los costos de investigación y desarrollo y discuta la razón por la cual se desembolsan los costos de investigación y desarrollo, pero se capitalizan los costos de desarrollo del software.

c) Basándose en la información proporcionada, ¿cuándo producen un ingreso para Trimax los esfuerzos exitosos de investigación?

d) Discuta la forma en la cual el ingreso y el capital de Trimax resultan afectados si Trimax invierte más en el desarrollo del software en comparación con los proyectos de investigación y desarrollo (enfoque su respuesta en las implicaciones contables, no en las económicas).

e) Calcule la utilidad neta, el rendimiento sobre los activos y el rendimiento sobre el capital para el año 2006 al tiempo que supone por separado que: 1) los costos de desarrollo del software se desembolsan según se incurre en ellos, y 2) los costos de investigación y desarrollo se capitalizan y amortizan utilizando el método en línea recta durante los cuatro años siguientes.

f) Discuta la forma en la cual las dos opciones contables afectarían el flujo de efectivo de las operaciones de Trimax.

COMPROBACIÓN
a) Año 2006, 7 dólares

COMPROBACIÓN
e), 2) ROE, 6.6%

PROBLEMA 4-6
Métodos de depreciación alternativos

Sports Biz, una compañía rentable, construyó y equipó una planta a un costo de 2 000 000 de dólares que empezó a operar a principios del año 1. Las ganancias de la compañía (antes de depreciación de la nueva planta y antes de Impuestos sobre utilidades) están proyectadas en: 1 500 000 dólares el año 1; 2 000 000 de dólares el año 2; 2 500 000 de dólares el año 3; 3 000 000 de dólares el año 4, y 3 500 000 dólares el año 5. La compañía puede utilizar la depreciación en línea recta, de saldo de doble disminución, o por suma de los dígitos del año para la nueva planta. Suponga que la vida útil de la planta es de 10 años (sin valor de rescate) y que la tasa de Impuesto sobre utilidades es de 50%.

Se requiere:

Calcule el efecto separado que cada uno de estos tres métodos de depreciación tendría sobre:

a) Depreciación.

b) Impuestos sobre utilidades.

c) Utilidad neta.

d) Flujos de efectivo (que se supone es igual a Utilidad neta antes de la depreciación).

(Adaptado de CFA)

COMPROBACIÓN
Utilidad neta el año 1 (miles de dólares), línea recta: 650 dólares, doble disminución: 550 dólares, suma de los dígitos: 568.2 dólares

---

PROBLEMA 4-7
Análisis de la depreciación en cuanto a las tasas de rendimiento

Suponga que una máquina que cuesta 300 000 dólares y tiene una vida útil de cinco años (sin valor de rescate) genera un ingreso anual antes de depreciación e impuestos de 100 000 dólares.

Se requiere:

Calcule la tasa de rendimiento anual sobre esta máquina (utilizando como la base el valor en libros a principios del año) en cuanto a cada uno de los siguientes métodos de depreciación:

a) En línea recta.

b) Suma de los dígitos del año.

COMPROBACIÓN
Rendimiento el año 2, línea recta: 12.5%, suma de los dígitos: 7.5%

PROBLEMA 4-8
Contabilidad y análisis de inmuebles, planta y equipo

Entre los sucesos cruciales en la contabilidad de inmuebles, planta y equipo están la adquisición y la disposición.

Se requiere:

a) ¿Qué gastos se deben capitalizar cuando una compañía adquiere equipo en efectivo?

b) Suponga que el valor de mercado del equipo adquirido no es determinable por referencia a una compra en efectivo similar. Describa de qué manera la compañía adquirente debe determinar el costo capitalizable del equipo en cada uno de los siguientes casos cuando se adquiere a cambio de:
1. Bonos que tienen un precio de mercado establecido.
2. Acciones comunes que no tienen un precio de mercado establecido.
3. Equipo diferente que tiene un valor de mercado determinable.

c) Describa los factores que determinan si los desembolsos relacionados con inmuebles, planta y equipo ya en uso se deben capitalizar.

d) Describa cómo contabilizar la ganancia o pérdida sobre la venta en efectivo de inmuebles, planta y equipo.

e) Examine las consideraciones importantes en el análisis de inmuebles, planta y equipo.

PROBLEMA 4-9

Capitalización, depreciación y rendimiento sobre la inversión

Mirage Resorts, Inc., terminó recientemente la construcción de Bellagio Hotel and Casino en Las Vegas. El costo total de este proyecto fue de 1 600 millones de dólares aproximadamente. La estrategia de los inversionistas es ofrecer un entorno de juegos de apuesta para los "grandes apostadores". Como resultado, pagaron una prima por la propiedad en el distrito de "rentas elevadas" de Las Vegas Strip y construyeron unas instalaciones inspiradas en la emoción y la elegancia de las bellas artes. Los inversionistas confían en que si las instalaciones atraen un volumen elevado de grandes apuestas, los ingresos netos justificarán la inversión de 1 600 millones de dólares varias veces. Si las instalaciones no atraen a los grandes apostadores, esta inversión será una catástrofe financiera. Mirage Resorts deprecia sus activos fijos utilizando el método en línea recta a lo largo de las vidas útiles estimadas de los activos. Suponga que la construcción del Bellagio está completamente terminada y que las instalaciones iniciaron actividades el 1 de enero del año 1. Suponga también que la utilidad neta anual antes de depreciación e impuestos de Bellagio es de 50 millones, 70 millones y 75 millones de dólares para el año 1, el año 2 y el año 3 y que la tasa de impuestos es de 25%.

Se requiere:

Calcule el rendimiento sobre los activos para el segmento de Bellagio para el año 1, el año 2 y el año 3, suponiendo que la administración estima que la vida útil de Bellagio es de:

COMPROBACIÓN
a) ROA, año 1: −0.68%, año 2: 0.31%, año 3, 0.59%

a) 25 años *b)* 15 años *c)* 10 años *d)* 1 año

PROBLEMA 4-10

Análisis de activos fabricados internamente

Jay Manufacturing, Inc., inició sus operaciones hace cinco años produciendo probos, un nuevo instrumento médico que esperaba venderlo a médicos y hospitales. La demanda de probos excedió con mucho las expectativas iniciales y la compañía fue incapaz de producir el número suficiente de probos para satisfacer los pedidos. Al inicio de sus operaciones, la compañía fabricaba este producto utilizando un equipo construido internamente. Para satisfacer la demanda, necesitaba un equipo más eficiente; entonces, la compañía decidió diseñar y fabricar ella misma este nuevo equipo. Se asignó una sección de la planta a la creación del nuevo equipo y se contrató a personal especializado. En el transcurso de seis meses se obtuvo una máquina a un costo de 170 000 dólares que incrementó con éxito la producción y redujo considerablemente los costos laborales. Animada por el éxito de esta nueva máquina, la compañía construyó tres máquinas más del mismo tipo a un costo de 80 000 cada una.

Se requiere:

a) Además de satisfacer una necesidad que otros fabricantes no podrían satisfacer dentro del tiempo deseado, ¿por qué una compañía desearía construir internamente activos fijos para su propio uso?

b) En general, ¿qué costos debe capitalizar una compañía concerniente a los activos fijos construidos por ella misma?

c) Considere lo apropiado de incluir en el costo capitalizado de activos fijos construidos internamente:
   1) El incremento en gastos generales causado por la construcción interna de activos fijos.
   2) Una parte proporcional de los gastos generales sobre la misma base que se aplica a los bienes fabricados para la venta.

d) Considere el trato contable para la cantidad de 90 000 dólares (170 000 dólares − 80 000 dólares) en que el costo de la primera máquina excedió al costo de las máquinas subsiguientes.

(Adaptado de AICPA)

PROBLEMA 4-11

Análisis de activos intangibles (patentes)

El 30 de junio del año 1 le otorgan a su cliente, Vandiver Corp., dos patentes que cubren las cajas de plástico que ha estado produciendo y vendiendo rentablemente durante los tres últimos años. Una patente cubre el proceso de fabricación y la otra cubre productos relacionados. Los ejecutivos de Vandiver le comentan a usted que esas patentes representan el avance más importante en la industria en tres décadas. Los productos se han vendido bajo las marcas registradas de Safetainer, Duratainer y Sealrite. Su cliente ya les ha otorgado licencias conforme a las patentes a otros fabricantes de Estados Unidos y el extranjero y está recibiendo considerables regalías. El 1 de julio del año 1, Vandiver inició acciones legales de infracción de patentes en contra de varias compañías cuyos nombres usted reconoce como de competidores grandes y prominentes.

La administración de Vandiver se muestra optimista y cree que esas demandas legales resultarán en una orden permanente contra la fabricación y venta de los productos cuya patente se infringió y en un conjunto de daños por pérdida de utilidades causado por la supuesta infracción. El vicepresidente de finanzas ha sugerido que las patentes se registren al valor descontado de los recibos de regalías netas esperadas.

Se requiere:

a) Explique qué es un activo intangible.

b) 1) Explique qué significa "valor descontado de recibos de regalías netas esperadas".
2) ¿Cómo se calcula ese valor de recibos de regalías netas?

c) ¿Qué base de la valuación de las patentes de Vandiver se acepta generalmente en la contabilidad? Dé algunas razones que respalden esa base.
1) El incremento en gastos generales causado por la construcción interna de activos fijos.

d) 1) Suponiendo que no hay problemas de implementación e ignorando los principios de contabilidad generalmente aceptados, ¿cuál es la base preferible de la evaluación de las patentes? Explique.
2) Explique cuál sería la base teórica preferible de la amortización.

e) ¿Qué reconocimiento o revelación, si lo hay, es probable que haga Vandiver por el litigio de infracción en sus estados financieros para el ejercicio fiscal que termina el 30 de septiembre del año 1? Explique.

(Adaptado de AICPA)

CASOS

CASO 4-1
Valuación del inventario en la industria cinematográfica

Los estados financieros de **Columbia Pictures** incluyen la siguiente nota: **Columbia Pictures**

Inventarios. Los costos de las películas estelares y los programas de televisión, incluyendo anticipos de producción a productores independientes, interés sobre los préstamos de producción y anticipos de distribución a concedentes de licencias de películas, se amortizan sobre bases diseñadas para eliminar contablemente los costos en proporción con el flujo de ingreso esperado.

El costo de las producciones estelares de estreno general se divide entre producción para salas cinematográficas y producción televisiva basándose en la proporción de rendimientos netos que se espera se deriven de cada fuente. La porción del costo de las producciones estelares asignado a producción para salas cinematográficas por lo general se amortiza mediante la aplicación de tablas que cancelan aproximadamente 62% en 26 semanas, 85% en 52 semanas y 100% en 104 semanas después del estreno. Los costos de dos producciones para salas estrenadas primero sobre una base de asientos reservados se amortizan en la proporción que las rentas ganadas se relacionan con las rentas finales estimadas para las salas y la televisión. A causa de la disminución del mercado de concesión de licencias de películas estelares a la televisión y de la poca aceptación por el público de varias películas estrenadas a finales del año, la compañía creó una provisión especial para la amortización adicional de los estrenos recientes y de los que todavía no cuentan con licencia para la televisión, con el fin de reducir esas películas a sus valores netos realizables estimados actualmente.

Se requiere:

a) Identifique los principales factores determinantes de la valuación de películas estelares, programas de televisión y producciones estelares de estreno general de Columbia Pictures.

b) ¿Son razonables las bases de la valuación? Explique.

c) Señale qué información adicional sobre la valuación del inventario desearía obtener de Colombia Pictures un acreedor no asegurado y cualquier análisis que éste desearía hacer.

CASO 4-2
Consecuencias de UEPS (LIFO) y PEPS (FIFO) en los estados financieros

Falcon.Com compra su mercancía a los costos de mercado actuales y revende el producto a un precio de 20 centavos de dólar más elevado. Sus costos de inventario son constantes a todo lo largo del año actual. Los datos sobre el número de unidades en inventario a principios del año, las compras por unidad y las ventas por unidad se muestran a continuación:

Número de unidades en inventario, a principios de año @ un costo de 1 dólar por unidad)	1 000 unidades
Número de unidades compradas durante el año @ un costo de 1.50 dólares por unidad	1 000 unidades
Número de unidades vendidas durante el año @ un precio de venta de 1.70 dólares por unidad	1 000 unidades

El balance de Falcon.Com a principios del año señala lo siguiente:

Inventario (1 000 unidades @ 1 dólar)	1 000
Capital total	1 000

Se requiere:

COMPROBACIÓN
b) Activos totales, PEPS (FIFO): 1 700 dólares, UEPS (LIFO): 1 200 dólares

a) Calcule por separado la utilidad después de impuestos de Falcon.Com tanto para 1) el método PEPS (FIFO) de valuación del inventario como para 2) el método UEPS (LIFO), suponiendo que la compañía no tiene otros gastos salvo el costo de los bienes vendidos y que la tasa de impuestos es 50%. Los ingresos se acumulan actualmente y se pagan el año siguiente.

b) Si todas las ventas y las compras son en efectivo, prepare el balance a finales de este año por separado, tanto para 1) el método PEPS (FIFO) de valuación del inventario como para 2) el método UEPS (LIFO).

c) Describa la importancia de cada uno de estos métodos de valuación del inventario para la determinación del ingreso y la posición financiera en un periodo de costos crecientes.

d) ¿Qué problemas plantea el método UEPS (LIFO) en la preparación y el análisis de los estados financieros provisionales?

(Adaptado de CFA)

CASO 4-3
Efectos de los métodos de inventario alternativos sobre los estados financieros

Droog Co. es un minorista que negocia con un solo producto. El inventario inicial al 1 de enero de este año es cero, los gastos de operación para este mismo año son de 5 000 dólares y hay 2 000 acciones comunes en circulación. Este año se hacen las siguientes compras:

	Unidades	Por unidad	Costo
Enero	100	$10	$ 1 000
Marzo	300	11	3 300
Junio	600	12	7 200
Octubre	300	14	4 200
Diciembre	500	15	7 500
Total	1 800		$23 200

El inventario final al 31 de diciembre es de 800 unidades. Los activos a finales del año, con excepción de los inventarios, suman 75 000 dólares, de los cuales 50 000 de los 75 000 dólares son circulantes. Los pasivos circulantes suman 25 000 dólares y los pasivos a largo plazo suman 10 000 dólares.

Se requiere:

COMPROBACIÓN
a) Ingreso, PEPS (FIFO): 8 500 dólares, UEPS (LIFO): 5 900 dólares, costo promedio: 7 112 dólares

a) Determine la utilidad neta para ese año conforme a los siguientes métodos de inventario. Suponga un precio de venta de 25 dólares por unidad e ignore los Impuestos sobre utilidades.
1) PEPS (FIFO)
2) UEPS (LIFO)
3) Costo promedio

b) Calcule las siguientes razones conforme a los métodos de inventario PEPS (FIFO), UEPS (LIFO) y costo promedio.
1) Razón del circulante
2) Razón de deuda a capital
3) Rotación del inventario
4) Rendimiento sobre activos totales
5) Margen bruto como un porcentaje de las ventas
6) Utilidad neta como un porcentaje de las ventas

c) Discuta los efectos de los métodos de contabilidad del inventario en cuanto al análisis de los estados financieros dados los resultados de las partes *a* y *b.*

CASO 4-4
Análisis de las actividades de inversión

Refiérase al informe anual de **Campbell Soup** en el apéndice A. **Campbell Soup**

a) Calcule el capital de trabajo de Campbell Soup a finales del año 11.

b) Campbell Soup informa sobre partidas por cobrar netas que suman en total 527 millones de dólares. ¿A quiénes les ha proporcionado crédito y qué tanta reserva para deudas incobrables está prevista para esas partidas por cobrar? ¿Qué porcentaje del total de partidas por cobrar se considera que es incobrable?

c) ¿Qué suposición del flujo de costos utiliza Campbell Soup para sus inventarios? ¿Cuál es la política de rebaja del valor de su inventario?

d) La razón de rotación del inventario (costo de los bienes vendidos/inventario promedio) es una medida de la eficiencia y la efectividad de la administración del inventario. Calcule la razón de rotación del inventario para Campbell Soup y comente sobre las formas en que se podría mejorar la razón.

COMPROBACIÓN
d) Rotación del inventario, 5.37%

e) ¿A cuánto asciende la reserva UEPS (LIFO) de Campbell Soup? ¿Cuáles son los beneficios totales de impuestos realizados por Campbell Soup al final del año 11, debido a que eligió la suposición de flujo del costo del inventario UEPS (LIFO) (suponga una tasa de impuestos de 35%)?

f) ¿Cuál habría sido el ingreso antes de impuestos de Campbell Soup si hubiera elegido PEPS (FIFO)?

f) 672.4 millones de dólares

g) ¿Qué porcentaje de los activos totales es la inversión de Campbell Soup en activos de la planta? ¿Qué método de depreciación utiliza para los activos fijos? ¿Qué porcentaje del costo histórico es la cantidad de depreciación acumulada relacionada con esos activos? ¿Qué le revela el cálculo del porcentaje depreciado a un analista acerca de los activos fijos?

h) Campbell Soup manifiesta activos intangibles por un total de 436 millones de dólares a finales del año 11. ¿Qué operaciones importantes dieron origen a esta cantidad?

CASO 4-5
Análisis de la depreciación

Toro Manufacturing se organizó el 1 de enero del año 5. Durante el año 5, los informes financieros a la administración utilizan el método de depreciación en línea recta de los activos de la planta. El 8 de noviembre usted (como consultor) convoca a una asamblea con los funcionarios de Toro para discutir el método de depreciación para el informe tanto de impuestos como financiero. El presidente de Toro sugiere que se utilice un nuevo método que piensa es más apropiado que el método en línea recta durante este periodo para el cual se predice una rápida expansión de la producción y la capacidad. Muestra un ejemplo de este método propuesto aplicado a un activo fijo con un costo original de 32 000 dólares, una vida útil estimada de cinco años y un valor de rescate de 2 000 dólares, como sigue:

Finales del año	Años de vida utilizados	Tasa de la fracción	Gasto de depreciación	Depreciación acumulada a finales del año	Valor en libros a finales del año
1........................	1	1/15	$ 2 000	$ 2 000	$30 000
2........................	2	2/15	4 000	6 000	26 000
3........................	3	3/15	6 000	12 000	20 000
4........................	4	4/15	8 000	20 000	12 000
5........................	5	5/15	10 000	30 000	2 000

El presidente de Toro está a favor de este nuevo método porque afirma que:

1. Incrementa los fondos recuperados en los años cerca del final de las vidas útiles de los activos, cuando los costos de mantenimiento y de reemplazo son elevados.
2. Incrementa las cancelaciones en los últimos años y, por consiguiente, reduce los impuestos.

Se requiere:

a) ¿Cuál es el propósito de la contabilidad para la depreciación y en qué principio se basa?

b) ¿Se halla la propuesta del presidente dentro de la esfera de acción de los GAAP? Analice en qué circunstancias, si las hay, este método es razonable y en qué circunstancias, si las hay, no lo es.

c) El presidente le pide su consejo acerca de las siguientes preguntas adicionales:
   1) ¿Los cargos de depreciación se recuperan, o crean efectivo? Explique.
   2) Suponiendo que el IRS acepte el método de depreciación propuesto y si se utiliza para propósitos tanto del informe financiero como del informe de impuestos, ¿en qué forma afecta la disponibilidad del efectivo generado por las operaciones?

C A P Í T U L O   C I N C O

5

ANÁLISIS DE LAS ACTIVIDADES DE INVERSIÓN: INVERSIONES ENTRE CORPORACIONES

RETROSPECTIVA <

Los capítulos 3 y 4 están enfocados en el análisis contable de las actividades de financiamiento e inversión. Se explican y analizan estas actividades tal como se reflejan en los estados financieros y se interpretan en términos de las expectativas para el desempeño de la compañía.

EN ESTE CAPÍTULO •

Este capítulo extiende el análisis a las inversiones entre corporaciones. Se analizan tanto las inversiones entre corporaciones como las combinaciones de negocios desde la perspectiva de la compañía inversionista. De igual manera, se explica la importancia de interpretar las divulgaciones sobre las actividades entre compañías para el análisis de los estados financieros. Se concluye con una discusión de la contabilidad de inversiones en valores derivados.

MÁS ADELANTE >

El capítulo 6 amplía el análisis a las actividades de operación. Se analiza el estado de resultados como un medio para comprender y predecir el futuro desempeño de la compañía. También se introducen y explican conceptos y medidas del ingreso.

OBJETIVOS DEL ANÁLISIS

- Analizar los reportes financieros para las inversiones intercorporativas.
- Analizar las divulgaciones de los estados financieros en cuanto a los valores de inversión.
- Interpretar los estados financieros consolidados.
- Analizar las implicaciones del método contable de compra (y combinación) en las combinaciones de negocios.
- Interpretar el crédito comercial proveniente de las combinaciones de negocios.
- Describir los valores derivados y sus implicaciones en el análisis.
- Explicar la consolidación de subsidiarias extranjeras y la conversión de divisas (apéndice 5A).
- Describir el análisis del rendimiento de la inversión (apéndice 5B).

El desplome del crédito comercial

Nueva York. Viacom dio a conocer una pérdida de 17 500 millones de dólares en 2004 (28% de su capital), debido principalmente a la eliminación contable de 18 000 millones de dólares de crédito comercial relacionado con sus segmentos de Radio y Exteriores que previamente estaban registrados en su balance general como un activo. La compañía describe la razón principal de la eliminación contable (write-off) como sigue: "La competencia de los otros medios publicitarios, entre otros la publicidad en la Internet y la televisión por cable y ondas electromagnéticas, ha reducido los índices de crecimiento de Radio y Exteriores." En suma, los flujos de efectivo pronosticados de estas inversiones fueron más bajos de lo que se había anticipado cuando se adquirieron las inversiones, lo que redujo radicalmente su valor.

Estas eliminaciones contables (write-offs) del crédito comercial se derivan de un estándar contable aprobado en 2001 relacionado con las combinaciones de negocios. Previamente, el crédito comercial (goodwill) se amortizaba a lo largo de un periodo de hasta 40 años, lo que resultaba en un retraso en las ganancias del cual las compañías se quejaban de que había comprometido su capacidad de competir a nivel global. Conforme al estándar contable actual, en vez de amortizarse, el crédito comercial se somete anualmente a una prueba para verificar su debilitamiento. Fue durante una de esas pruebas anuales cuando Viacom determinó que su crédito comercial se había deteriorado.

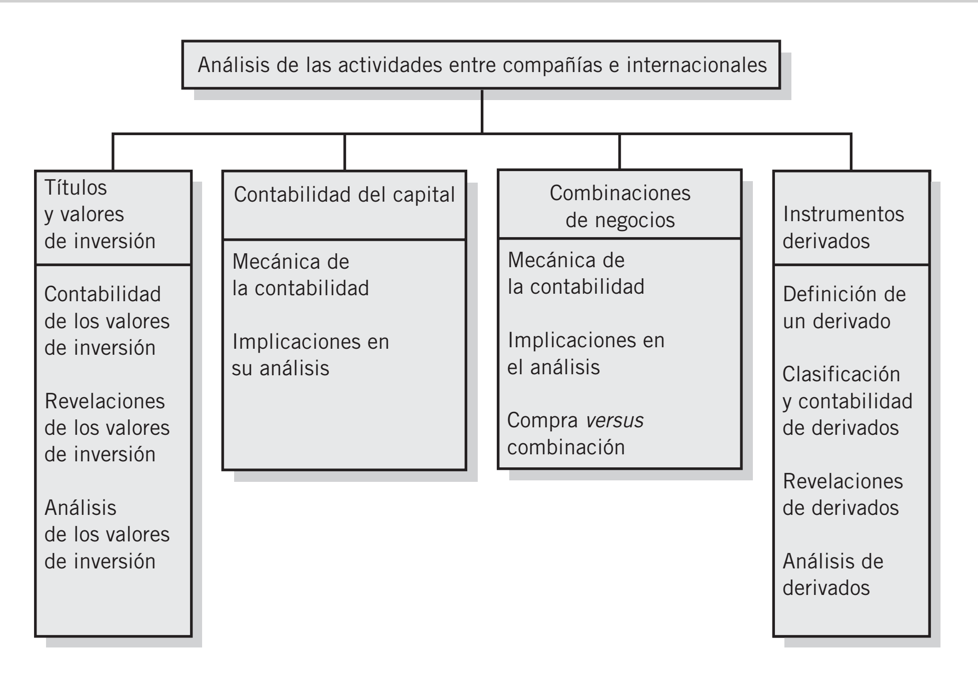
los errores aparecen... como cancelaciones (write-offs) esporádicas de proporciones sin precedente.

¿Cómo se deben interpretar estas eliminaciones contables (write-offs)? Aun cuando las compañías y los analistas de Wall Street generalmente hacen hincapié en que las eliminaciones contables (write-offs) del crédito comercial son cargos de una sola vez no en efectivo, que no tienen ningún efecto sobre las operaciones básicas o el flujo de efectivo, muchos expertos en contabilidad están en desacuerdo. Estos expertos argumentan que las eliminaciones contables (write-offs) representan un reconocimiento de que las inversiones de las compañías ya no tienen el valor con el cual estaban registradas. "Vamos a obtener una confirmación de que cientos de miles de millones de dólares en capital de los accionistas se han desperdiciado o destruido", dice David Tice, gerente del fondo Prudent Bear.

Al creer en sus propias historias de crecimiento y disfrutar de las elevadas valuaciones de acciones que les proporcionaban acciones de precio alto para cambiar por adquisiciones, las compañías se dedicaron a hacer un número de adquisiciones sin precedentes. En retrospectiva, muchos de los precios pagados resultan excesivos. "Las adquisiciones en serie que hicieron muchas compañías no van a generar los ingresos que anticipaban. Lo anterior sugiere que la administración hizo malos negocios", comenta Robert Willens, experto en contabilidad de Lehman Bros. Esos errores aparecen, no como una amortización ordenada del crédito comercial, sino como cancelaciones esporádicas de proporciones sin precedentes.

PRESENTACIÓN DEL CAPÍTULO 5

Las inversiones entre compañías son cada vez más importantes en las actividades comerciales. Las compañías compran inversiones entre compañías por muchas razones, como oportunidades de diversificación, de expansión y competitivas, así como por rendimientos. Este capítulo considera el análisis y la interpretación de estas actividades comerciales tal como se reflejan en los estados financieros, y analiza las divulgaciones de los estados financieros respecto a los valores de inversión. Los requisitos actuales de comunicación de los aspectos financieros se analizan desde la perspectiva del análisis, tanto de lo que dicen como lo que no dicen. También se describe de qué manera las divulgaciones actuales son pertinentes para el análisis y cómo se podrían aplicar los ajustes analíticos a estas divulgaciones. Asimismo, se les presta atención especial a los activos y los pasivos no registrados relacionados con las inversiones entre compañías. Por último, se explican los valores derivados y sus implicaciones en el análisis.

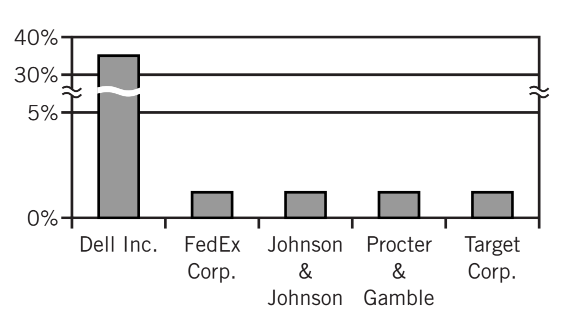


VALORES DE INVERSIÓN

Las compañías invierten activos en **valores de inversión** (también llamados *valores comerciables*). Los valores de inversión varían considerablemente en términos del tipo de valores en los que invierte una compañía y del propósito de dicha inversión. Algunas inversiones son depósitos temporales de un exceso de efectivo retenido como valores comerciables. También incluyen fondos que se espera invertir en planta, equipo y otros activos de operación, o funcionan como fondos para el pago de pasivos. El propósito de estos depósitos temporales es emplear el efectivo ocioso en una forma productiva. Otras inversiones, por ejemplo la participación de capital en una afiliada, a menudo son una parte fundamental de las actividades centrales de la compañía.

Los valores de inversión se presentan en forma de deuda o de capital. Los **valores de deuda** son valores que representan la relación de un acreedor con otra entidad; algunos ejemplos son bonos corporativos, bonos del gobierno, pagarés y valores municipales. Los **valores de capital** son valores que representan un interés de propiedad en otra entidad; algunos ejemplos son las acciones comunes y las acciones preferentes no redimibles. Las compañías clasifican los valores de inversión entre sus activos circulantes, no circulantes, o ambos, según los horizontes de inversión del valor particular.

En el caso de la mayoría de las compañías, los valores de inversión constituyen una participación relativamente menor de los activos totales y, con excepción de las inversiones en afiliadas, esas inversiones son más en activos financieros que en activos operativos. Esto quiere decir que esas operaciones por lo común *no* son una parte básica de las actividades operativas de la compañía. Sin embargo, en el caso de las instituciones financieras y las compañías de seguros, los valores de inversión constituyen activos operativos importantes.



En esta sección se explican primero la clasificación y la contabilidad de los valores de inversión. Después se examinan los requisitos de divulgación para los valores de inversión, utilizando divulgaciones pertinentes del informe anual de Microsoft. La sección se concluye con una reflexión acerca del análisis de los valores de inversión.

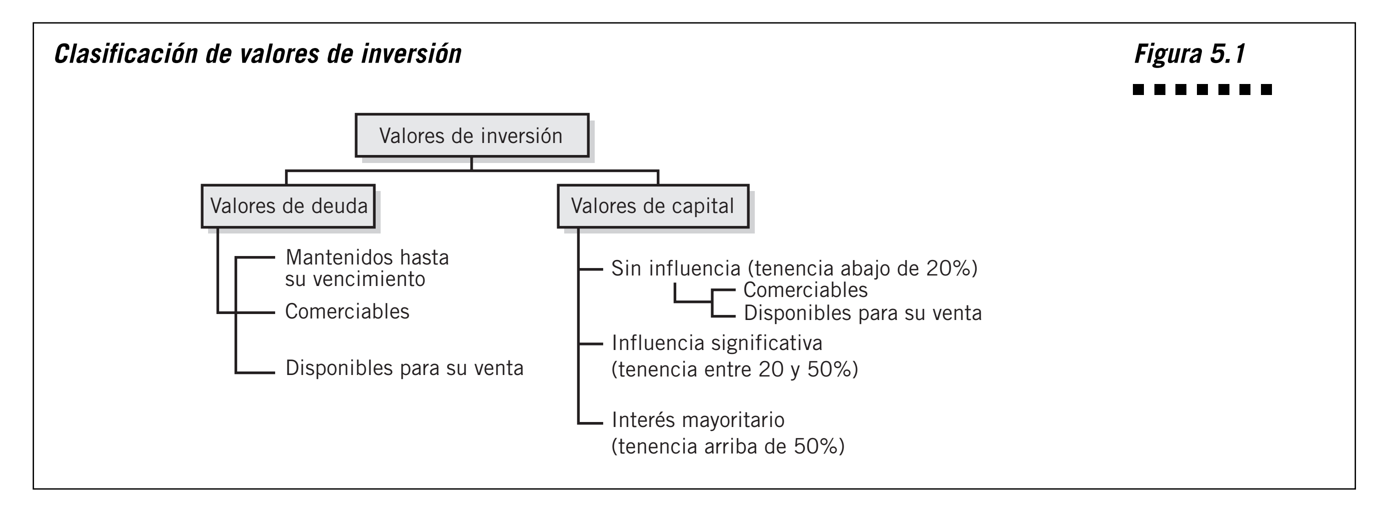
Contabilidad de los valores de inversión

La contabilidad de los valores de inversión se prescribe en la *SFAS 115*. Esta norma se aparta del principio tradicional del menor valor entre costo y mercado al ordenar que los valores de inversión se registren en el balance general al costo o valor justo (de mercado), según el tipo de valor y el grado de influencia o de control que tienen el inversionista o la compañía sobre la empresa en la cual han invertido. Esto quiere decir que, a diferencia de otros activos, los valores de inversión se pueden valuar a su valor de mercado, incluso si el valor de mercado excede al costo de adquisición.

El **valor justo** de un activo es la cantidad por la cual se puede canjear el activo en una operación actual normal entre partes dispuestas. Cuando un activo se cotiza regularmente, su valor justo es *fácilmente determinable* basándose en su precio de mercado publicado. Si no existe un precio de mercado publicado de un activo, el valor justo se determina utilizando su costo histórico.

La contabilidad de un valor de inversión depende de la clasificación de éste. La figura 5.1 presenta las posibilidades de clasificación de los valores de inversión. Los valores de inversión se clasifican de manera amplia como valores de deuda, o valores de capital. Los valores de deuda, a su vez, se clasifican adicionalmente basándose en el propósito de la inversión. Por otra parte, los valores de capital se clasifican según el grado de interés, es decir, el grado de propiedad del inversionista en ellos y, por consiguiente, la medida en que influyen, o ejercen control, en la entidad participada. Los valores de capital que no reflejan ningún interés de propiedad considerable en la entidad participada se clasifican adicionalmente según el propósito de la inversión. Puesto que la contabilidad de las inversiones en valores de deuda es distinta de la contabilidad de las inversiones en valores de capital, se explica cada una por separado.

Clasificación de valores de inversión ***Figura 5.1***



Valores de deuda

Los valores de deuda representan las relaciones del acreedor con otras entidades. Algunos ejemplos son los bonos del gobierno y municipales, los bonos y pagarés de las compañías, y la deuda convertible. Los valores de deuda se clasifican como comerciables, retenidos hasta su vencimiento o disponibles para su venta. Las pautas contables para los valores de deuda difieren, dependiendo del tipo de valor. La figura 5.2 describe los criterios para la clasificación y la contabilidad de cada clase de valores de deuda.

Valores retenidos hasta su vencimiento. Los **valores retenidos hasta su vencimiento** son valores de deuda respecto a los cuales la administración tiene tanto la capacidad como el propósito de retener hasta su vencimiento. Podrían ser o a corto plazo (en cuyo caso se clasifican como activos circulantes) o a largo plazo (en cuyo caso se clasifican como activos no circulantes). Las compañías manifiestan al costo los valores a corto plazo (largo plazo) retenidos hasta su vencimiento en el balance general (costo amortizado). Las ganancias o pérdidas no realizadas de esos valores se reconocen en la cuenta de ingresos. El ingreso por intereses y las ganancias y pérdidas realizadas, incluida la amortización de cualquier prima o descuento sobre valores a largo plazo,

Figura 5.2 ***Clasificación y contabilidad de valores de deuda***

		CONTABILIDAD		
			ESTADO DE RESULTADOS	
Categoría	**Descripción**	**Balance general**	**Ganancias/pérdidas no realizadas**	**Otros**
Mantenidos hasta su vencimiento	Valores adquiridos tanto con el propósito como con la capacidad de retenerlos hasta su vencimiento	Costo amortizado	No reconocidas ni en utilidad neta, ni ingreso general	Reconocer ganancias/pérdidas percibidas e ingreso de intereses en utilidad neta
Comercialización	Valores adquiridos principalmente con fines de ganancias o comercialización a corto plazo (por lo común menos de tres meses)	Valor justo	Reconocer en la utilidad neta	Reconocer las ganancias/pérdidas percibidas y el ingreso de intereses en utilidad neta
Disponibles para su venta	Valores no retenidos para su venta ni retenidos hasta su vencimiento	Valor justo	No reconocidas en utilidad neta, pero reconocidas en ingreso general	Reconocer las ganancias/pérdidas percibidas y el ingreso de intereses en utilidad neta

se incluyen también en los ingresos. La clasificación de retenidos hasta su vencimiento se utiliza únicamente en el caso de los valores de deuda.

Valores comerciables. Los **valores comerciables** son valores de deuda (o capital sin influencia) que se compran con el propósito de administrarlos y venderlos activamente para obtener una utilidad en un futuro cercano. Los valores comerciables son activos circulantes. Las compañías los registran a su valor justo total en cada fecha de balance. Las ganancias o pérdidas no realizadas (cambios en el valor justo de los valores retenidos) y las ganancias o pérdidas realizadas (ganancias o pérdidas sobre las ventas) se incluyen en la utilidad neta. El ingreso de interés de los valores comerciables retenidos en forma de deuda se registra según se gana. (El ingreso de dividendos de los valores comerciables retenidos en forma de capital se registra cuando se gana.) La clasificación de comerciable se utiliza para los valores tanto de deuda como de capital.

Valores disponibles para su venta. Los **valores disponibles para su venta** son valores de deuda (o capital no influyente) que no son clasificados ni como valores comerciables, ni como valores retenidos hasta su vencimiento. Estos valores se incluyen entre los activos circulantes, o los no circulantes, según su vencimiento y/o la intención de la administración concerniente a su venta. Estos valores se registran a su valor justo en el balance general. Sin embargo, los cambios en el valor justo están excluidos de la utilidad neta y, en vez de ello, se incluyen en el ingreso total (en el capítulo 6 se define la utilidad neta total). Cuando existen valores de deuda disponibles para su venta, el ingreso de intereses, incluyendo la amortización de cualquier prima o descuento sobre valores a largo plazo, se registra cuando se gana. (En el caso de los valores de capital disponibles para su venta, los dividendos se registran en ingreso cuando se ganan.) Las ganancias y pérdidas realizadas sobre valores disponibles para su venta se incluyen en ingreso. La clasificación de disponibles para su venta se utiliza para los valores tanto de deuda como de capital.

Transferencias entre categorías. Cuando cambian de un modo considerable la intención o la capacidad de la administración de llevar a cabo el propósito de los valores de inversión, los valores por lo común se deben reclasificar (transferirse a otra clase). Por lo común, los valores de deuda clasificados como retenidos hasta su vencimiento no se pueden transferir a otra clase, excepto en circunstancias excepcionales como una fusión, adquisición, orden judicial para deshacerse de ellos, un deterioro importante en la clasificación de crédito o algún otro evento extraordinario. Además, las transferencias de disponibles para su venta a comerciables por lo común no están permitidas. Sin embargo, siempre que ocurren transferencias de valores entre clase, los valores se deben ajustar a su valor justo. Este requerimiento del valor justo asegura que una compañía que

transfiere valores reconozca de inmediato (en su estado de resultados) los cambios en el valor justo. También reduce la probabilidad de que una compañía oculte los cambios en el valor justo transfiriendo los valores a otra clase que no reconoce en el ingreso los cambios en el ingreso. La figura 5.3 resume la contabilidad de las transferencias entre varias clases.

Contabilidad para transferencias entre clases de valores ***Figura 5.3***

TRANSFERENCIA			
De	**A**	**Efecto sobre el valor del activo en el balance general**	**Efecto sobre el estado de resultados**
Retenido hasta su vencimiento	Disponible para su venta	El activo se registra al valor justo en vez de (amortizarlo) al costo	La ganancia o pérdida no realizadas en la fecha de la transferencia se incluyen en ingreso general
Venta	Disponible para su venta	No hay efecto	La ganancia o pérdida no realizadas en la fecha de la transferencia se incluyen en utilidad neta
Disponible para su venta	Venta	No hay efecto	La ganancia o pérdida no percibidas en la fecha de la transferencia se incluyen en utilidad neta
Disponible para su venta	Retenido hasta su vencimiento	No hay efecto en la transferencia; sin embargo, el activo se registra (amortiza) al costo en vez de al valor justo en fechas futuras	La ganancia o pérdida no percibidas en la fecha de la transferencia se incluyen en ingreso general

Valores de capital

Los **valores de capital** representan intereses de propiedad en otra entidad. Algunos ejemplos son las acciones comunes y preferentes y los derechos de adquirir o disponer de intereses de propiedad, como *warrants*, derechos de acciones, y opciones de compra y venta. Las acciones preferentes redimibles y los valores de deuda convertibles no se consideran como valores de capital (se clasifican como valores de deuda). Los dos motivos principales de una compañía para comprar valores de deuda son: 1) ejercer influencia sobre los directores y la administración de otra entidad (como proveedores, clientes, subsidiarias), o 2) recibir dividendos e ingreso de la apreciación del precio de las acciones. Las compañías manifiestan inversiones en valores de capital conforme a su capacidad de influir en las actividades de la entidad participada, o de controlarlas. La indicación de esta capacidad por lo común se basa en el porcentaje de valores con derecho de voto controlado por la compañía inversionista. Estos porcentajes son sólo una guía y pueden ser anulados por otros factores. Por ejemplo, es posible conferir una influencia considerable mediante el contacto, incluso sin tener un gran porcentaje de propiedad. La figura 5.4 resume la clasificación y la contabilidad de los valores de deuda.

Sin influencia (tenencia menor de 20%). Cuando los valores de capital son preferentes sin derecho de voto, o cuando el inversionista posee menos de 20% de las acciones con derecho de voto de la entidad participada, se considera que la propiedad no tiene influencia. En estos casos, se supone que los inversionistas tienen una influencia mínima sobre las actividades de la entidad participada. Estas inversiones se clasifican como valores comerciables o como valores disponibles para su venta, basándose en el propósito y la capacidad de la administración. La contabilidad de estos valores se describe de antemano junto con valores de deuda clasificados de manera similar.

Influencia considerable (tenencia entre 20 y 50%). La tenencia de valores, incluso cuando es inferior a 50% de las acciones con derecho de voto, le proporciona a un inversionista la capacidad de ejercer una considerable influencia sobre las actividades comerciales de la entidad participada. La indicación de la capacidad de un inversionista de ejercer una influencia considerable sobre las actividades comerciales de una entidad participada se pone de manifiesto en varias formas, entre otras, declaración y participación de la administración, o influencia conferida como resultado de

EL JUEGO DE LAS OPI (IPO)
La obtención de efectivo para nuevas compañías por medio de ofertas públicas está repleta de conflictos. Los bancos de inversión presionan a sus analistas para que otorguen a los clientes de ofertas públicas iniciales (IPO: Initial public offerings) calificaciones demasiado elevadas. A su vez, los bancos les asignan en forma rutinaria precios más bajos a las IPO, de manera que puedan utilizar acciones en nuevas acciones que se cotizan a un valor superior para recompensar a sus amigos y atraer a nuevos clientes potenciales.

Figura 5.4 ***Clasificación y contabilidad de los valores de capital***

	SIN INFLUENCIA			
Atributo	**Disponible para su venta**	**Comercializable**	**Influencia significativa**	**Interés mayoritario**
Propiedad	Menos de 20%	Menos de 20%	Entre 20 y 50%	Superior a 50%
Propósito	Inversión a largo o mediano plazo	Inversión o comercialización a corto plazo	Considerable influencia comercial	Control total del negocio
Base de la valuación	Valor justo	Valor justo	Método de participación	Consolidación
Balance general Valor del activo	Valor justo	Valor justo	Costo de la adquisición ajustado respecto a una parte proporcional de las ganancias retenidas y la amortización apropiada de la entidad participada	Balance general consolidado
Estado de resultados:				
Ganancias no realizadas	En ingreso general	En utilidad neta	No reconocidas	No reconocidas
Estado de resultados:				
Otros efectos del ingreso	Reconocer dividendos y ganancias y pérdidas percibidas en utilidad neta	Reconocer dividendos y ganancias y pérdidas percibidas en utilidad neta	Reconocer la parte proporcional de la utilidad neta de la entidad participada menos la amortización apropiada en utilidad neta	Estado de resultados consolidado

relaciones contractuales. Si no hay evidencia de lo contrario, se supone que una inversión (directa o indirecta) de 20% o más (pero inferior a 50%) en las acciones con derecho de voto de una entidad participada posee una influencia considerable. El inversionista da razón de esta inversión utilizando el método de participación.

El **método de participación** requiere que los inversionistas registren inicialmente las inversiones al costo y que más adelante ajusten la cuenta de la parte proporcional del inversionista en ingreso (o pérdida) de la entidad participada desde la adquisición y la disminuyan de cualesquiera dividendos recibidos de la entidad participada. En la siguiente sección de este capítulo se explica la mecánica de este proceso.

Interés mayoritario (tenencias superiores a 50%). Se hace referencia a las tenencias superiores a 50% como **Intereses mayoritarios**, en éstas, al inversionista se le conoce como la *sociedad de control* o *controladora* y a la entidad participada, como la *subsidiaria*. Los *estados financieros consolidados* se preparan para tenencias de más de 50%. Más adelante en este capítulo se explica la consolidación.

PUNTO DE VISTA DEL ANÁLISIS ***...USTED ES EL COMPETIDOR***

Toys 'R' Us, un minorista de juegos y juguetes, está preocupado acerca de una reciente operación realizada por un competidor. En concreto, Marvel Entertainment, una compañía de historietas ilustradas (comics), obtuvo 46% de los valores de capital de Toy Biz como resultado de haberle otorgado una licencia exclusiva a nivel mundial para utilizar todos los personajes de Marvel (como el Hombre Araña, el Increíble Hulk, Storm) en juguetes y juegos. ¿Cuál es la preocupación principal de Toys 'R' Us? ¿Cuál es el motivo de la inversión de Marvel en valores de capital de Toy Biz?

Respuesta, página 282

Divulgaciones de valores de inversión

Esta sección se enfoca en las divulgaciones exigidas por la *SFAS 115*, utilizando a la compañía Microsoft como un ejemplo. La figura 5.5 proporciona extractos de los pagarés de Microsoft

Figura 5.5

INVERSIONES

Las inversiones de capital y otras incluyen instrumentos tanto de deuda como de capital. Los valores de deuda y los valores de capital que cotizan públicamente se clasifican como disponibles para la venta y se registran al valor de mercado utilizando el método de identificación específico. Las ganancias y pérdidas no percibidas (salvo las disminuciones distintas de las temporales) se reflejan en Otros ingresos integrales (OCI). Todas las demás inversiones, salvo las contabilizadas utilizando el método de participación, se registran al costo. Los componentes de las inversiones son como sigue:

30 de junio de 2004 (en millones de dólares)	Base del costo	Ganancias no realizadas	Pérdidas no realizadas	Base registrada	Efectivo y equivalentes	Inversiones a corto plazo	Inversiones de capital y otras
Valores con vencimiento fijo							
Efectivo	$ 1 812	$ —	$ —	$ 1 812	$ 1 812	$ —	$ —
Fondos comunes de inversión del mercado de dinero	3 595	—	—	3 595	3 595	—	—
Papel comercial	7 286	—	—	7 286	4 109	3 177	—
Certificados de depósito	415	—	—	415	330	85	—
Valores del gobierno y agencias de Estados Unidos	20 565	26	(54)	20 537	4 083	16 454	—
Bonos de gobiernos extranjeros	4 524	41	(60)	4 505	—	4 505	—
Valores respaldados por hipotecas	3 656	21	(42)	3 635	—	3 635	—
Pagarés y bonos corporativos	15 048	122	(50)	15 120	1 010	12 629	1 481
Valores municipales	5 154	39	(25)	5 168	1 043	4 125	—
Valores con vencimiento fijo	62 055	249	(231)	62 073	15 982	44 610	1 481
Valores de capital							
Acciones comunes y equivalentes	7 722	1 571	(62)	9 231	—	—	9 231
Acciones preferentes	1 290	—	—	1 290	—	—	1 290
Otras inversiones	208	—	—	208	—	—	208
Valores de capital	9 220	1 571	(62)	10 729	—	—	10 729
Total	$71 275	$1 820	$(293)	$72 802	$15 982	$44 610	$12 210

Al 30 de junio de 2004, las pérdidas no realizadas de 293 millones de dólares... son atribuibles primordialmente a cambios en las tasas de interés... La administración no cree que cualesquiera pérdidas no realizadas representen una disminución distinta de una temporal, basándose en nuestra evaluación de la información disponible al 30 de junio de 2004.

Las acciones comunes y preferentes y otras inversiones que están restringidas durante más de un año y que no cotizan públicamente se registran al costo. Al 30 de junio de 2003, la base registrada de estas inversiones era de 2 150 millones de dólares y su valor justo estimado era de 2 560 millones. Al 30 de junio de 2004, la base registrada de esas inversiones era de 1 650 millones y su valor justo estimado era de 2 120 millones. El estimado del valor justo se basa en la información del mercado disponible públicamente, o en otros estimados determinados por la administración.

Ingreso (pérdida) de la inversión

Los componentes del ingreso (pérdida) de la inversión son como sigue:

Ejercicio fiscal que terminó el 30 de junio (en millones de dólares)	2002	2003	2004
Dividendos e interés	$2 119	$1 957	$1 892
Ganancias (pérdidas) netas reconocidas sobre las inversiones	(1 807)	44	1 563
Pérdidas netas sobre derivados	(617)	(424)	(268
Ingreso (pérdida) de la inversión	$ (305)	$1 577	$3 187

Corporation relacionados con valores de deuda y valores de capital comerciables (tenencias inferiores a 20%). Microsoft clasifica la mayoría de su inversión en deuda y capital como disponible para su venta y registra el costo de la adquisición, el valor justo y los detalles de las ganancias/pérdidas no realizadas para cada clase de inversión. Al 30 de junio de 2004, el valor justo estimado de los valores disponibles para su venta de Microsoft era de 72 802 millones de dólares, cifra que incluye 10 729 millones de capital y 62 073 millones de valores con vencimiento fijo (deuda y efectivo). El costo de estos valores es de 71 275 millones de dólares y entraña una ganancia acumulativa no percibida de 1 527 millones (consistente en 1 820 millones de ganancia bruta no percibida y 293 millones de pérdida bruta no percibida), que está incluida en la cuenta de Otros ingresos integrales (OCI: Other comprehensive income) del capital de los accionistas. Además, Microsoft informa que posee valores restringidos o no cotizados públicamente que registra al costo según lo prescriben los GAAP. El exceso en el valor justo de mercado estimado (por Microsoft) de estos valores sobre su costo registrado es de 470 millones de dólares. Esta ganancia no percibida no se refleja ni en el balance general ni en OCI, debido a que los valores se registran al costo.

El estado de resultados de la compañía da a conocer un ingreso de inversiones para el año reciente de 3 187 millones de dólares. Los pagarés en los estados financieros revelan que este ingreso incluye dividendos e interés de 1 892 millones, ganancias netas reconocidas en inversiones de 1 563 millones y pérdidas netas en derivados de 268 millones de dólares (más adelante en este capítulo se explica la contabilidad para inversiones derivadas).

Análisis de los valores de inversión

El análisis de los valores de inversión tiene por lo menos dos objetivos principales: 1) separar el desempeño de la operación del desempeño de la inversión (y financiero) y 2) analizar las distorsiones contables atribuibles a las reglas contables, la administración de las ganancias que implica valores de inversión, o ambas. El análisis se limita a los valores de deuda y los valores de capital sin influencia (y comerciables). El análisis de los valores de capital restantes se estudia más adelante en este capítulo.

Separación de activos operativos y de inversión y su desempeño

El desempeño operativo y el de inversión de una compañía se deben analizar por separado. Esto se debe a que el desempeño de la inversión de una compañía puede distorsionar el verdadero desempeño operativo de ésta. Para este propósito, es importante que el analista elimine todas las ganancias (pérdidas) relacionadas con las actividades de inversión, incluidos dividendos, ingreso de interés y ganancias y pérdidas realizadas y no realizadas, cuando evalúa el desempeño operativo. El analista también necesita separar los activos operativos y los no operativos cuando determina el rendimiento sobre los activos netos operativos (RNOA: Return on net operating assets).

A manera de regla empírica, todos los valores de deuda y los valores de capital comerciables y sin influencia, así como los flujos de ingreso relacionados, se consideran como actividades de inversión. No obstante, un analista debe revisar la naturaleza del negocio de una compañía y los objetivos detrás de las diferentes inversiones antes de clasificarlas como operativas o de inversión. Aquí se exponen dos casos donde no siempre se aplica la regla empírica:

- Las instituciones financieras se enfocan en las actividades financieras y de inversión. Esto significa que todo el ingreso y el activo del financiamiento y la inversión están relacionados con la operación en el caso de las instituciones financieras.
- Algunas instituciones no financieras derivan una porción considerable de su ingreso a partir de las actividades de inversión. Por ejemplo, las subsidiarias de finanzas en ocasiones son las unidades de negocios más lucrativas para compañías como General Electric y General Motors. En el caso de estas compañías, es importante separar el desempeño de las unidades de financiamiento (y de inversión) de las operaciones básicas, si bien el ingreso de esas actividades tan importantes no se debe considerar como algo secundario.

FAVORES DE LOS BANCOS
Según lo que se dice, los bancos distribuyen préstamos favorables entre las corporaciones con el fin de obtener negocios para la banca de inversión. A pesar de los crecientes incumplimientos, los bancos han evitado en gran parte las pérdidas garantizando muchos de los préstamos y vendiéndolos a fondos de pensión y compañías de seguros.

No existen "recetas" para determinar si los valores de inversión (y los flujos de ingreso relacionados) son de naturaleza de inversión u operativa. Esta clasificación se debe hacer analizando si cada inversión es una parte estratégica de las operaciones, o si se hace solamente con el propósito de invertir.

Análisis de las distorsiones contables de los valores

La norma *SFAS 115* constituye un paso importante hacia la contabilidad del valor justo para valores de inversión. Sin embargo, este estándar no abarca totalmente la contabilidad del valor justo. En vez de ello, el estándar es un compromiso entre el costo histórico y el valor justo, que deja sin resolver muchos aspectos que acompañan a las oportunidades de la administración de las ganancias. Esto quiere decir que un analista debe examinar las divulgaciones relacionadas con los valores de inversión a fin de identificar las distorsiones potenciales atribuibles tanto a los métodos contables como a la administración de las ganancias. Este análisis es importante particularmente cuando se analizan las instituciones financieras y las compañías de seguros, ya que las actividades de inversión constituyen la base de sus operaciones y proporcionan la mayor parte de su ingreso. La siguiente es una lista de las distorsiones potenciales causadas por la contabilidad de valores de inversión, de las que un analista se debe cuidar:

- **Oportunidades de comercialización de las ganancias:** El estándar permite oportunidades de *comercialización de las ganancias* para los valores disponibles para su venta y retenidos hasta su vencimiento. En vista de que las ganancias y pérdidas no percibidas sobre valores disponibles para su venta y retenidos hasta su vencimiento se excluyen de la utilidad neta, las compañías pueden incrementar la utilidad neta vendiendo los valores con ganancias no percibidas y reteniendo aquellos con pérdidas no percibidas. Sin embargo, el estándar requiere que las ganancias y pérdidas no percibidas sobre valores disponibles para su venta se registren como parte del ingreso total. Por consiguiente, el analista debe examinar las divulgaciones del ingreso total para asegurar las pérdidas no percibidas (si las hay) sobre los valores disponibles para la venta no vendidos.
- **Pasivos reconocidos al costo:** La unilateralidad de la contabilidad de los valores de inversión es controversial. Es decir, si una compañía registra sus valores de inversión al valor justo, ¿por qué no sus pasivos? En el caso de muchas compañías, en especial de las instituciones financieras, las posiciones de los activos no se administran independientemente de las posiciones de los pasivos. Como resultado, la contabilidad produce una volatilidad de las ganancias que excede lo sugerido por el estado económico real. Esta consideración condujo a los reguladores a excluir del ingreso las ganancias y las pérdidas de la retención no percibidas sobre los valores disponibles para la venta. La exclusión de las ganancias y pérdidas retenidas del ingreso afecta el análisis del estado de resultados, pero no afecta el análisis del balance general. A pesar de esto, la retención de ganancias y pérdidas sobre valores disponibles para su venta se registra en ingreso total.
- **Definición incongruente de los valores de capital:** Existe la preocupación de que la definición de valores de capital sea arbitraria e incongruente. Por ejemplo, los bonos convertibles se excluyen de los valores de capital. Sin embargo, a menudo los bonos convertibles derivan gran parte de su valor de la característica de conversión y son más semejantes a los valores de capital que a los de deuda. Esto significa que un analista debe desconfiar de la exclusión de los valores convertibles del capital. Las acciones preferentes redimibles también se excluyen de los valores de capital y, por consiguiente, el análisis debe revisar sus características para validar esta clasificación.
- **Clasificación basada en el propósito:** La clasificación de los valores de inversión (y de su contabilidad) depende del propósito de la administración, que se refiere a los objetivos de la administración concernientes a la disposición de valores. Esta regla del propósito resulta en clasificar los valores de deuda idénticos por separado en una o cualquier combinación de valores comerciables, retenidos hasta su vencimiento y disponibles para la venta. Esto crea ambigüedades en la forma en que se rinden cuentas del valor de mercado de los valores. Un analista debe evaluar la credibilidad del propósito de la administración revisando la venta "previa al vencimiento" de los valores retenidos hasta su vencimiento. Si ocurren ventas prematuras, éstas debilitan la credibilidad de la administración.

LOS DESAFORTUNADOS

Los inversionistas defraudados cuentan con muchos medios para lograr una reparación, pero ninguno que garantice una gran restitución. Por ejemplo, los casos de acción de clase en contra de compañías solventes reintegran un promedio de sólo 6% de las pérdidas reclamadas.

CONVERTIBLES

Los datos indican que los bonos convertibles ganan alrededor de 80% de los rendimientos de los fondos de acciones diversificadas, pero con sólo 65% de la volatilidad del precio.

Investigación del análisis

¿LAS DIVULGACIONES DEL VALOR JUSTO EXPLICAN LOS PRECIOS Y LOS RENDIMIENTOS DE LAS ACCIONES?

Los investigadores han investigado si las divulgaciones del valor justo de los valores de inversión son útiles para explicar la variación en los precios de las acciones, los rendimientos de las acciones, o ambos. Los resultados sugieren que las divulgaciones del valor justo proporcionan una información útil más completa que los valores en libros para explicar los precios de las acciones. Esto es evidente particularmente en las instituciones financieras. La investigación también sugiere que las divulgaciones de las ganancias y las pérdidas no percibidas de los valores de inversión comerciables proporcionan información superior a la utilidad neta para explicar los precios de las acciones y los rendimientos de las acciones.

CONTABILIDAD DEL MÉTODO DE PARTICIPACIÓN

La **contabilidad del método de participación** es obligatoria para las inversiones entre corporaciones en las cuales la compañía inversionista ejerce una *influencia considerable* sobre la entidad participada, pero no la controla. En contraste con las inversiones pasivas, mencionadas anteriormente en este capítulo, las inversiones del método de participación se registran en el balance general al costo ajustado, no al valor de mercado. Si se compraron originalmente al valor en libros, la cantidad asentada es igual al porcentaje del capital de los tenedores de acciones de la compañía participada que es propiedad del inversionista. La contabilidad del método de participación por lo común se utiliza para las inversiones que representan de 20 a 50% de las acciones con derecho de voto de los valores de capital de una compañía. Sin embargo, el criterio para utilizar el método de participación es si la compañía inversionista es capaz de ejercer una influencia considerable sobre la compañía participada, sin considerar el porcentaje de acciones que posee.

Una vez que la compañía inversionista ejerce *control* sobre la compañía participada, se requiere una consolidación. La consolidación implica sustituir la cuenta de inversión del método de participación por el balance general de la compañía participada con la que se relaciona la inversión (se estudia la mecánica de la consolidación en la siguiente sección). Por consiguiente, en ocasiones se hace referencia al método de participación como *consolidación de una línea*. La diferencia principal entre la consolidación y la contabilidad del método de participación se basa en la cantidad de detalles registrados en los estados financieros, debido a que el proceso de consolidación no afecta el capital total de los accionistas, ni la utilidad neta de la compañía inversionista.

Hay una vasta aplicación de la contabilidad del método de participación, en las inversiones en afiliadas no consolidadas, sociedades en participación (joint venture) y asociaciones. Estos tipos de inversiones se han incrementado considerablemente a medida que las compañías han tratado de formar alianzas corporativas para utilizar los activos de manera eficiente y obtener una ventaja competitiva. Por esto es importante comprender la mecánica relacionada con la contabilidad del método de participación, para comprender lo que se registra *y lo que no se registra* en los estados financieros.

PUNTO DE VISTA DEL ANÁLISIS ***...USTED ES EL ANALISTA***

Coca-Cola Company tiene tres tipos de embotelladoras: 1) embotelladoras de propiedad independiente, en las cuales la compañía no tiene ningún interés de propiedad; 2) embotelladoras en las cuales la compañía ha invertido y tiene una propiedad que no es de control, y 3) embotelladoras en las cuales la compañía ha invertido y tiene una propiedad de control. De acuerdo con su estrategia de embotellamiento a largo plazo, la compañía considera periódicamente opciones para reducir la propiedad en sus embotelladoras consolidadas. En la nota 2 de su informe anual, Coca-Cola declara que posee un interés de capital de 24 a 38% en algunas de las embotelladoras más grandes del mundo. ¿Coca-Cola "controla" a esas embotelladoras en virtud de su propiedad de la fórmula del jarabe? ¿Esas embotelladoras se deben consolidar en sus informes anuales? ¿En qué forma la consolidación de esas embotelladoras afecta sus razones de facturación y de solvencia?

Respuesta, página 282

Mecánica del método de participación

Esta sección se inicia con el estudio de la mecánica de la contabilidad del método de participación. Supóngase que Global Corp. adquiere en efectivo 25% de interés en Synergy, Inc., a un precio de 500 000 dólares, que representa una cuarta parte del capital de los accionistas de Synergy a la fecha de la adquisición. Por consiguiente, la inversión se adquiere al valor en libros. El balance general condensado de Synergy a la fecha de la adquisición es:

Activos en circulación..............	700 000	dólares
Inmuebles, planta y equipo	5 600 000	
Activos totales.........................	6 300 000	dólares
Pasivos de corto plazo	3000 000	dólares
Deuda a largo plazo.................	4 000 000	
Capital de los accionistas	2 000 000	
Pasivos y capital totales...........	6 300 000	dólares

La inversión inicial se registra en los libros de Global como:

Inversión	500 000	
Efectivo..		500 000

Global registra la cuenta de inversión como un activo de largo plazo en su balance general. Esta inversión de 500 000 dólares representa un interés de 25% en una compañía participada con activos totales de 6.3 millones de dólares y pasivos de 4.3 millones de dólares.

Posterior a la fecha de la adquisición, Synergy manifiesta una utilidad neta de 100 000 dólares y paga dividendos de 20 000 dólares. Global registra su participación proporcional de las ganancias de Synergy y el recibo de dividendos como sigue:

Inversión	25 000	
Capital en ganancias de la compañía participada....................		25 000

Para registrar la participación proporcional de las ganancias de la compañía participada

Efectivo..	5 000	
Inversión..		5 000

Para registrar el recibo de dividendos

Las ganancias de Global se han incrementado en proporción con su participación de la utilidad neta de Synergy. Este ingreso se registrará en la otra sección de ingreso del estado de resultados debido a que se trata de manera similar al ingreso de interés. En contraste con la contabilidad para los valores disponibles para su venta y los comerciables descritos antes en este capítulo, los dividendos recibidos no se registran como ingreso. En vez de eso, se trata como un rendimiento del capital invertido en Synergy, y la cuenta de la inversión se reduce en forma correspondiente.

Hay una simetría entre la contabilidad de la inversión de Global y el capital de los accionistas de Synergy:

Global Corp.
Cuenta de la inversión

Inicio	500 000	
	25 000	5 000
Final	520 000	

Synergy, Inc.
Capital de los accionistas

	2 000 000	Inicio
20 000	100 000	
	2 080 000	Final

La inversión de Global sigue siendo de 25% del capital de los accionistas de Synergy. Hay varios puntos importantes relacionados con la contabilidad del método de participación:

- La cuenta de inversión se registra a una cantidad igual a la parte proporcional del capital de los accionistas de la compañía participada. Por consiguiente, los activos y los pasivos considerables no se registran en el balance general, a menos que la entidad participada esté consolidada. Esto tiene implicaciones importantes en el análisis de la compañía inversionista.
- Las ganancias de la inversión (la parte proporcional de las ganancias de la compañía participada) se deben distinguir de las ganancias operativas fundamentales en el análisis de las ganancias de la compañía inversionista, a menos que se considere que la inversión es de una naturaleza estratégica.
- Contrario a la declaración de los valores disponibles para su venta y los comerciables estudiada anteriormente en este capítulo, las inversiones contabilizadas conforme al método de participación se registran al costo fijado, no al valor de mercado. En consecuencia, las ganancias considerables no percibidas no se reflejan en activos o en capital de los accionistas. (Sin embargo, las pérdidas en el valor que se consideran como distintas de las temporales se deben reflejar como disminuciones del valor contable en la cantidad de traslado de la inversión con una pérdida relacionada registrada en el estado de resultados.)
- Un inversionista debe suspender la contabilidad del método de participación cuando la inversión se reduzca a cero (por ejemplo, como resultado de pérdidas de la entidad participada) y no se debe encargar de pérdidas adicionales a menos que el inversionista tenga garantizadas las obligaciones de la entidad participada, o se halle comprometido de otra manera a proporcionar un apoyo financiero adicional a la entidad participada. La contabilidad del método de participación sólo se reinicia una vez que todos los déficits acumulativos que se han recuperado por medio de las ganancias de la entidad participada.
- Si la cantidad de la inversión inicial excede a la parte proporcional de los activos intangibles en libros de la compañía participada, el exceso se asigna a activos tangibles e intangibles identificables que se deprecian/amortizan a lo largo de sus respectivas vidas útiles. El ingreso de la inversión se reduce a causa de este gasto adicional. El exceso no asignado de esta manera se trata como crédito comercial y ya no se amortiza.

Implicaciones del análisis de la inversión corporativa

El análisis continúa con varias consideraciones importantes relacionadas con las inversiones entre corporaciones. Esta sección examina las implicaciones más importantes.

Reconocimiento de las ganancias de la compañía participada

La contabilidad del método de participación supone que un dólar ganado por una compañía participada equivale a un dólar ganado para el inversionista, incluso si no se recibe en efectivo. Aun cuando se ignore la obligación de impuestos potencial que tiene la matriz como resultado de la remesa de las ganancias por una afiliada, la equivalencia dólar por dólar no se debe dar por sentada. Las razones incluyen:

- Algunas veces, una autoridad reguladora interviene en la política de dividendos de una subsidiaria.
- Una subsidiaria opera en un país donde existen restricciones sobre la remesa de ganancias, o donde el valor de la moneda se deprecia rápidamente. Además, los riesgos políticos pueden también obstaculizar el acceso a las ganancias.
- Las restricciones de dividendos en los contratos de préstamo limitan la accesibilidad a las ganancias.
- La presencia de un interés minoritario estable o poderoso disminuye la discrecionalidad de una matriz para establecer los dividendos u otras políticas.

El análisis debe reconocer estos factores al evaluar si un dólar ganado por una afiliada es el equivalente de un dólar ganado por el inversionista.

Inversión de capital no reconocida

La cuenta de inversión a menudo se conoce como consolidación de una línea. Esto se debe a que representa el porcentaje de propiedad del inversionista en el capital de los accionistas de la compañía participada. Detrás de este balance de la inversión se hallan los activos y pasivos básicos de la compañía participada. Por otra parte, es posible que haya una cantidad considerable de activos y pasivos no registrados de la compañía participada que no se refleje en el balance general del inversionista.

Considérese el caso de Coca-Cola presentado en el Punto de vista del análisis en la página 246. Coca-Cola posee aproximadamente 36% de Coca-Cola Enterprises (CCE), una de sus compañías embotelladoras. Da cuenta de esta inversión conforme al método de participación y registra un saldo de la inversión al 31 de diciembre de 2004 de 1 679 millones de dólares, aproximado a su parte proporcional del capital de 5 400 millones de dólares de los accionistas de CCE. El balance general de CCE registra activos totales de 26 400 millones de dólares y pasivos totales de 21 000 millones. El saldo de la inversión en el balance general de Coca-Cola, que representa 5% de sus activos totales declarados, encubriendo una inversión y un apalancamiento financiero mucho mayores.

La preocupación a la que se enfrenta el analista es cómo tratar esta inversión considerable fuera del balance general. ¿El análisis de la razón financiera se debe hacer exclusivamente sobre los estados financieros declarados de Coca-Cola? ¿El analista debe consolidar a CCE con Coca-Cola y calcular las razones financieras en los estados financieros consolidados? ¿Sólo se debe incluir el interés proporcional de Coca-Cola en los activos y pasivos de CCE en vez de la cuenta de inversión para propósitos del análisis? Éstos son aspectos importantes que se deben abordar antes de iniciar el proceso del análisis.

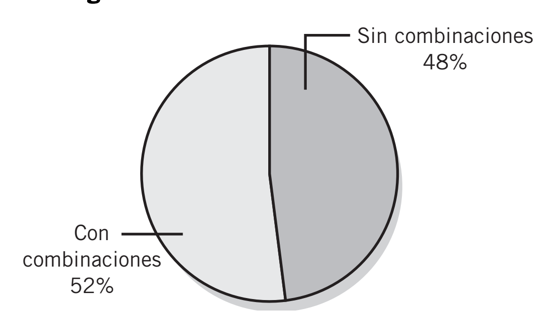
Provisión para los impuestos sobre ganancias no distribuidas de la subsidiaria

Cuando las ganancias no distribuidas de una subsidiaria se incluyen en el ingreso contable antes de impuestos de una compañía matriz (ya sea por medio de una consolidación o de una contabilidad por método de participación), se requiere una disposición concurrente para los impuestos. Esta disposición depende de la acción y el propósito de la compañía matriz. La práctica actual supone que todas las ganancias no distribuidas se transfieren a la matriz y, por consiguiente, la matriz hace una disposición para impuestos en el periodo actual. Sin embargo, esta suposición se descarta si existen pruebas convincentes de que la subsidiara ha invertido o invertirá permanentemente las ganancias no distribuidas, o remitirá las ganancias por medio de una liquidación libre de impuestos. En el análisis, se debe estar consciente de que la decisión sobre si se prevén los impuestos sobre las ganancias no distribuidas concierne principalmente a la administración.

COMBINACIONES DE NEGOCIOS

Las **combinaciones de negocios** o **comerciales** se refieren a la fusión con un negocio, o a la adquisición de éste. Ocurren cuando una compañía adquiere una parte considerable de los valores de capital de una o más compañías. (En esta sección se limita el estudio a la adquisición de las acciones de la compañía participada. Las compras de activos se tratan de la misma manera que la compra de cualquier otro activo: los activos se registran a su precio de compra.) Las combinaciones de negocios requieren que los estados financieros siguientes registren las actividades combinadas de esta nueva entidad. La contabilidad para una combinación de negocios requiere una decisión acerca de cómo valuar los activos y pasivos de la nueva entidad. Esta decisión entraña una reevaluación completa del valor de mercado de todos los activos y pasivos adquiridos, a la cual acompañan grandes efectos que se extienden a los estados financieros actuales y futuros. Esta decisión contable es diferente del examen de la inversión entre corporaciones efectuado previamente en el capítulo, que se enfoca no

Compañías que declaran combinaciones de negocios



en la contabilidad para la "combinación", sino en la valuación y la contabilidad para la inversión misma. El análisis de las combinaciones de negocios debe reconocer los incentivos de la administración, las implicaciones contables y la necesidad de evaluar e interpretar los estados financieros de la nueva entidad.

Las combinaciones de negocios con motivaciones económicas sólidas tienen una larga historia. Entre las razones económicas de las combinaciones de negocios están: 1) adquirir fuentes de materiales, instalaciones productivas, tecnología, canales de mercadotecnia o participación de mercado; 2) obtener recursos financieros o el acceso a ellos; 3) reforzar la administración; 4) mejorar la eficiencia operativa; 5) fomentar la diversificación; 6) ingresar con rapidez al mercado; 7) lograr economías de escala, y 8) adquirir ventajas tributarias. También se deben reconocer ciertas razones intangibles para las combinaciones de negocios. En algunos casos, estos intangibles son la mejor explicación para los elevados costos en los cuales se incurre. Éstos incluyen prestigio de la administración, compensación y beneficios adicionales. Las elecciones contables de la administración para registrar las combinaciones de negocios a menudo se comprenden mejor cuando se consideran estos motivos.

Sin embargo, las combinaciones de negocios también surgen como un medio de mejorar la imagen de una compañía, su potencial de crecimiento percibido, o su prosperidad, y son un medio de incrementar las ganancias registradas. De manera específica, los ingenieros financieros utilizan métodos de contabilidad para las combinaciones de negocios que pinten un panorama de crecimiento de las ganancias que, en gran parte, es ilusorio. Los medios para lograr un crecimiento ilusorio de las ganancias incluyen:

- Fusionar una compañía en crecimiento que tiene una razón elevada de precio-ganancias con una compañía que tiene menos perspectivas de crecimiento, y utilizar el pago en las acciones de la compañía con un nivel elevado de crecimiento. Esta operación contribuye a aumentar el crecimiento de las ganancias por acción y refuerza e incluso incrementa la razón elevada de precio-ganancias de la compañía adquirente. Los mercados en ocasiones no explican totalmente la calidad potencial más baja de las ganancias adquiridas. Esto es principalmente un problema transitorio inherente del mecanismo de evaluación del mercado, que no es fácilmente resuelto por los reguladores.
- Utilizar cierta libertad en la contabilidad de las combinaciones de negocios. Esto es diferente de las ventajas económicas genuinas que se originan de las combinaciones. En la siguiente sección se consideran otros métodos contables para las combinaciones de negocios.

Contabilidad para combinaciones de negocios

El *Financial Accounting Standards Board* promulgó recientemente dos declaraciones importantes (*SFAS 141,* "Combinaciones de negocios", y *SFAS 142,* "Crédito comercial y otros activos intangibles") relacionadas con la contabilidad y el registro de las combinaciones de negocios (en vigor para los ejercicios fiscales que se iniciaron el 15 de diciembre de 2001 y siguientes). Estos estándares exigen el empleo del *método de compra* contable para la adquisición y la no amortización subsiguiente del crédito comercial.

Conforme al método de compra en la contabilidad, las compañías tienen la obligación de reconocer en sus balances el valor justo de mercado de los activos (tangibles e intangibles) adquiridos, junto con el valor justo de mercado de cualquier pasivo obtenido. Además, los activos tangibles se deprecian y los activos intangibles identificables se amortizan a lo largo de sus vidas útiles estimadas. Sin embargo, en una notable desviación de la práctica anterior, *SFAS 142* ya no ordena que el crédito comercial se amortice. Este esquema de no amortización se aplica tanto al crédito comercial previamente reconocido como al recién adquirido. Como alternativa, el crédito comercial se somete a una prueba anual para verificar su debilitamiento. Cuando el monto de traslado del crédito comercial exceda a su valor justo implícito, se reconocerá una pérdida de debilitamiento igual a ese exceso.

Estados financieros consolidados

Los **estados financieros consolidados** dan a conocer los resultados de las operaciones y la condición financiera de una corporación matriz y sus subsidiarias en una serie de declaraciones.

Los estados financieros de una compañía matriz manifiestan la propiedad accionaria en una subsidiaria por medio de una cuenta de inversión. Desde el punto de vista legal, una compañía matriz posee las acciones de su subsidiaria. Una matriz no posee los activos de la subsidiaria y usualmente no es responsable de las deudas de la subsidiaria, aun cuando con frecuencia las garantiza. Los estados financieros consolidados ignoran las identidades legales separadas de la matriz y su subsidiaria en favor de su "esencia económica". Es decir, los estados financieros consolidados reflejan una entidad mercantil controlada por una sola compañía: la matriz.

Mecánica de las consolidaciones

La consolidación implica dos pasos: *agregado* y *eliminación*. En primer lugar, los estados financieros consolidados agregan los activos, pasivos, ingresos y gastos de las subsidiarias a sus partidas correspondientes en los estados financieros de la compañía matriz. El segundo paso es eliminar las *operaciones entre compañías* (o cuentas recíprocas) con el fin de evitar una doble cuenta o reconocer prematuramente un ingreso. Por ejemplo, tanto las cuentas por pagar de una matriz a la subsidiaria como las cuentas por cobrar de la subsidiaria a la matriz se eliminan cuando se prepara un balance consolidado. De la misma manera, las ventas y el costo de los bienes vendidos se eliminan en el caso de las ventas de inventario entre compañías.

El efecto neto de la consolidación en el balance es el declarar a la subsidiaria adquirida a su valor justo de mercado en la fecha de la adquisición. Es decir, todos los activos tangibles y los activos intangibles identificables por separado de la subsidiaria se manifiestan a sus valores valuados. Cualquier exceso del precio de compra sobre los valores de mercado justos de estos activos identificables se registra como crédito comercial.

Ahora se examinará el proceso de consolidación. Para ello, considérese el siguiente caso:

El 31 de diciembre del año 1, Synergy Corp. adquiere 100% de Micron Company canjeando 10 000 acciones de sus acciones comunes (valor nominal 5 dólares, valor de mercado 77 dólares) por todas las acciones comunes de Micron, que seguirá en existencia como una subsidiaria de propiedad total de Synergy. A la fecha de la adquisición, el valor en libros de Micron es de 620 000 dólares. Synergy está dispuesta a pagar el precio de mercado de 770 000 dólares ya que piensa que los inmuebles, la planta y el equipo (PP&E) de Micron están valuados en 20 000 dólares menos, tiene un nombre comercial no registrado con un valor de 30 000 dólares y los beneficios intangibles de la combinación mercantil (sinergias corporativas, posición en el mercado, etc.) están valuados en 100 000 dólares. Por consiguiente, el precio de compra se asigna como sigue:

Precio de compra.	770 000	dólares
Valor en libros de Micron. . . .	620 000	
Exceso.	150 000	dólares

Exceso asignado a			Vida útil	Depreciación/amortización anual	
PP&E subvaluados	20 000	dólares	10 años	2 000	dólares
Nombre comercial	30 000		5 años	6 000	
Crédito comercial	100 000		Indefinida	0	
	150 000	dólares		8 000	dólares

El crédito comercial (goodwill) sólo se registra después del reconocimiento de los valores de mercado justos de todos los activos tangibles (PPJE) e intangibles identificables (nombre comercial) adquiridos. Synergy hace la siguiente entrada para registrar la adquisición:

Inversión en Micron	770 000		
Acciones comunes		50 000	(a valor nominal)
Capital adicional pagado		720 000	

Durante el año 2, Micron gana 150 000 dólares y no paga dividendos. La inversión, contabilizada conforme al método de participación, tiene un saldo en los libros de Synergy al 31 de diciembre del año 2, como sigue:

Saldo inicial (31/12/A1)	770 000	dólares
Ingreso de la inversión	150 000	
Dividendos	(0)	
Amortización del exceso (superior)	(8 000)	
Saldo final (31/12/A2)	912 000	dólares

Conforme a los GAAP actuales, el crédito comercial no se amortiza y la utilidad neta de la inversión reconocida por Synergy es de 142 000 dólares, incluyendo su parte proporcional (100% en este caso) de las ganancias de Micron, menos 8 000 dólares de gasto relacionado con la depreciación del exceso de PP&E (2 000 dólares) y la amortización del nombre comercial (6 000 dólares).

SYNERGY CORPORATION Y SUBSIDIARIA

Saldos y estados financieros consolidados tentativos

Para el ejercicio fiscal que terminó el 31 de diciembre del año 2

Preparados conforme al Método de compra contable

	Synergy	Micron	Débitos	Créditos	Consolidados
Ingresos	$ 610 000	$ 370 000			$ 980 000
Gastos de operación	(270 000)	(140 000)			(410 000)
Gasto de depreciación	(115 000)	(80 000)	[4] $ 2 000		(197 000)
Gasto de amortización	0	0	[4] 6 000		(6 000)
Ingreso de la inversión	142 000	0	[3] 142 000		0
Utilidad neta	$ 367 000	$ 150 000			$ 367 000
Utilidades retenidas (1/1/A1	$ 680 000	$ 490 000	[1] 490 000		$ 680 000
Utilidad neta	367 000	150 000			367 000
Dividendos pagados	(90 000)				(90 000)
Utilidades retenidas 31/12/A2	$ 957 000	$ 640 000			$ 957 000
Efectivo	$ 105 000	$ 20 000			$ 125 000
Cuentas por cobrar	380 000	220 000			600 000
Inventario	560 000	280 000			840 000
Inversión en Micron	912 000	0		[1] $620 000	0
				[2] 150 000	
				[3] 142 000	
Inmuebles propiedad y equipo, netos	1 880 000	720 000	[2] 20 000	[4] 2 000	2 618 000
Nombre comercial	0	0	[2] 30 000	[4] 6 000	24 000
Crédito comercial (goodwill)			[2] 100 000		100 000
Activos totales	$3 837 000	$1 240 000			$4 307 000
Pasivos	$ 780 000	$ 470 000			$1 250 000
Acciones comunes	800 000	100 000	[1] 100 000		800 000
Capital adicional pagado	1 300 000	30 000	[1] 30 000		1 300 000
Utilidades retenidas	957 000	640 000			957 000
Pasivos y capital totales	$3837000	$1 240 000	$920 000	$920 000	$4 307 000

Los saldos iniciales tentativos de la compañía individual tanto de Synergy como de Micron al final del año 2 se presentan en la tabla anexa, junto con la hoja de trabajo de la consolidación y los totales consolidados.

El saldo original de la cuenta de inversión en la fecha de compra (770 000 dólares) representa el valor de mercado de Micron. Incluye el valor de mercado de los activos netos declarados de Micron más el valor justo de mercado del nombre comercial no reconocido previamente y el crédito comercial comprado en la adquisición. Las cuatro entradas de la consolidación (las cifras se refieren a las que aparecen en las columnas de débito y crédito en la tabla ya citada) son:

1. Reemplazar 620 000 dólares de la cuenta de inversión con el valor en libros (a principios del año) de los activos adquiridos. Si se posee menos de 100% de la subsidiaria, el crédito a la cuenta de inversión es igual al porcentaje del valor en libros que se posee y el crédito restante es a una cuenta de pasivos, *interés minoritario.* La cuenta de interés minoritario se trata como un componente del capital para propósitos del análisis, no importa si se registra o no como tal en el balance.
2. Reemplazar 150 000 dólares de la cuenta de inversión con los ajustes del valor justo requeridos para registrar totalmente los activos de Micron al valor justo de mercado.
3. Eliminar el ingreso de la inversión registrado por Sinergy y reemplazar esa cuenta con el estado de resultados de Micron. Si se posee menos de 100% de la subsidiaria, el ingreso de la inversión registrado por Synergy es igual a su parte proporcional y se asienta un gasto adicional en el saldo para el *interés minoritario* en las ganancias de Micron.
4. Registrar la depreciación del ajuste del valor justo para PP&E de Micron y la amortización del nombre comercial. Obsérvese que no hay una amortización del crédito comercial conforme a los GAAP actuales.

Hay varios puntos importantes que es necesario comprender acerca del proceso de consolidación:

- El balance consolidado incluye el valor en libros de Synergy y el valor justo de mercado de Micron a la fecha de la adquisición, menos la depreciación/amortización del exceso del valor de mercado de Micron sobre su valor en libros. La cuenta de inversión en el balance del inversionista se ha reemplazado con el balance de la compañía participada con el cual se relaciona. Además, los activos tangibles e intangibles adquiridos se han reconocido como un incremento en el monto de traslado de los activos registrados actualmente (actualización del valor contable de PP&E) y como activos adicionales (nombre comercial y crédito comercial).
- El estado de resultados consolidado incluye las declaraciones tanto de Synergy como de Micron. El ingreso de la inversión registrado por Synergy en sus libros se reemplaza con el estado de resultados de Micron. Además, el gasto de depreciación incluye el gasto de depreciación que Micron registra sobre el valor en libros de sus activos depreciables más la depreciación del exceso del valor justo de mercado sobre el valor en libros registrado en el momento de la adquisición de Micron. En segundo lugar, el activo del nombre comercial recién registrado se amortiza a lo largo de su vida útil, resultando en un gasto adicional de 6 000 dólares. El crédito comercial reconocido en la adquisición no se amortiza.
- El crédito comercial (goodwill) sólo se registra después de reconocer los valores de mercado justos de todos los activos tangibles e intangibles adquiridos. Además, las compañías están obligadas a identificar cualquier activo intangible adquirido. Se considera que estos activos intangibles tienen una vida útil identificable y, por consiguiente, están sujetos a una amortización anual.

Deterioro del crédito comercial (goodwill)

El crédito comercial registrado en el proceso de consolidación tiene una vida indefinida y, por consiguiente, no se amortiza. Sin embargo, está sujeto a una revisión anual para determinar el deterioro. Esta revisión es un proceso de dos pasos. En el primer paso, el valor justo de mercado de Micron se compara con el valor en libros de su cuenta de inversión agregada en los libros de Synergy (912 000 dólares al 31 de diciembre del año 2). El valor justo de mercado de Micron

MEJORAN LAS UTILIDADES DE MICKEY

Los cambios en la contabilidad del crédito comercial han incrementado las ganancias de Walt Disney Company. La adquisición de Disney de CapitalCities/ABC resultó en un crédito comercial de 19 200 millones de dólares. El acierto anual de 480 millones sobre las ganancias de Disney ya no está presente conforme a las reglas contables actuales.

se determina utilizando varios métodos optativos, como los precios de mercado cotizados para negocios comparables, o un método de valuación del flujo libre de efectivo descontado. Si el valor de mercado actual es menor que el saldo de la inversión, se considera que el crédito comercial se ha deteriorado y se debe registrar una pérdida por deterioro en el estado de resultados consolidado.

Supóngase que se estima que el valor justo de mercado de Micron es de 700 000 dólares al 31 de diciembre del año 2 y que el valor justo de mercado de los activos netos tangibles e intangibles identificables es de 660 000 dólares. Esto resulta en una pérdida por deterioro de 60 000 dólares, como sigue:

Valor justo de mercado de Micron		$ 700 000
Activos actuales	$ 520 000	
PP&E	570 000	
Marca registrada	20 000	
Pasivos	(450 000)	
Activos netos		660 000
Crédito comercial implícito		40 000
Crédito comercial actual en el balance		(100 000)
Pérdida por deterioro		$ 60 000

La entrada resultante en los libros de Synergy es:

Pérdida por deterioro del crédito comercial	60 000	
Inversión en Micron		60 000

La pérdida por deterioro se registrará como una partida en un renglón separado en la sección de operación del estado de resultados consolidada de Synergy. Además, se elimina de la contabilidad una porción del crédito comercial contenido en la cuenta de inversión de Synergy y el saldo del crédito comercial en el balance consolidado se reduce como corresponde. De igual manera, se requieren aclaraciones que detallen los hechos y las circunstancias que provocaron el deterioro, así como el método mediante el cual Synergy determina el valor justo de mercado de Micron.

Diversos aspectos de las combinaciones de negocios

Consideración contingente

En algunas combinaciones de negocios, las partes no pueden convenir en un precio. Esto produce la noción de la *consideración contingente*, en la que se conviene que el comprador le pagará al vendedor un dinero adicional si la compañía combinada alcanza las metas de desempeño. Conforme a la contabilidad actual, el futuro pago "*ganado*" se reconoce como un costo adicional de la adquisición cuando se paga el dinero (por lo común como un incremento en el crédito comercial). El FASB ha propuesto una revisión del estándar de la combinación de negocios que incluye una nueva contabilidad para la consideración contingente. En el estándar propuesto, el valor justo del negocio que se está adquiriendo se debe determinar en la fecha de la adquisición. En este arreglo estaría incluido el valor justo de la obligación del comprador respecto a los pagos contingentes. Esa cantidad se incluirá en el precio de compra. Es decir, el acuerdo respecto a los pagos futuros debe ser al valor justo en la fecha de la adquisición *y* después se debe revisar continuamente en cada trimestre subsiguiente para reflejar el desempeño real. Esto resultará en una volatilidad de las ganancias a medida que se revalúa la consideración contingente.

Asignación del costo total

Una vez que una compañía determina el costo total de una entidad adquirida, es necesario asignar este costo a activos individuales. Todos los activos identificables adquiridos y los pasivos asumidos en una combinación de negocios se asignan a una porción del costo total, por lo común igual

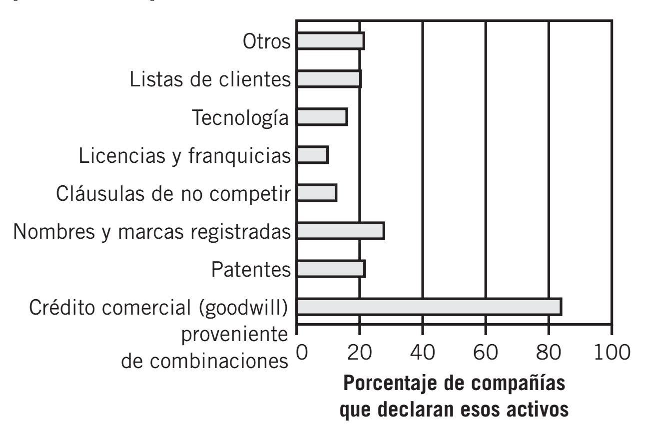
al valor justo en la fecha de la adquisición. Los activos identificables incluyen activos intangibles y tangibles. La *SFAS 141* requiere que las compañías identifiquen y valúen las categorías específicas de activos intangibles. Éstos incluyen los siguientes:

1. Nombres comerciales y otros activos relacionados con la mercadotecnia.
2. Convenios de no competir.
3. Listas de clientes, contratos y otros activos relacionados con los clientes.
4. Activos intangibles relacionados con las artes, como obras literarias o musicales y material de video/audiovisual, incluidos programas de televisión y videos de música.
5. Activos intangibles relacionados con relaciones contractuales, como licencias, regalías, publicidad y contratos administrativos, convenios de arrendamiento o franquicia, derechos de difusión, contratos de empleo, etcétera.
6. Patentes, software, bases de datos, secretos o fórmulas del ramo y otros activos intangibles basados en la tecnología.

Sólo después de que el precio de compra se ha asignado al valor justo de mercado de todos los activos tangibles e intangibles identificables, menos el valor de mercado de todos los pasivos asumidos, es posible asignar el precio de compra al crédito comercial. La razón es que todos los activos que no son crédito comercial tienen una vida útil identificable, lo que resulta en un gasto de depreciación y amortización. Sin embargo, se considera que el crédito comercial tiene una vida indefinida y no se amortiza.

Es posible que los valores de mercado o de valuación de los activos identificables adquiridos, menos los pasivos asumidos, excedan el costo de la compañía adquirida (*crédito comercial negativo*). En estos raros casos, los valores que de otra manera son asignables a activos no circulantes adquiridos (excepto las inversiones a largo plazo en valores comerciables) se reducen conforme a este exceso. Posteriormente, el resto (si lo hay) se registra en el estado de resultados como una ganancia extraordinaria neta de impuestos.

Tipos de activos intangibles declarados por las compañías



Investigación y desarrollo en proceso

Algunas compañías eliminan de la contabilidad una gran parte de los costos de adquisición, como la compra de investigación y desarrollo. Asimismo, en la década pasada hubo un considerable incremento en estas eliminaciones, particularmente en industrias de alta tecnología. Conforme a los GAAP anteriores, esta práctica era atractiva porque permitía que las compañías adquirentes redujeran o incluso eliminaran cualquier asignación del precio de compra al crédito comercial y, de esta manera, disminuyeran o evitaran los cargos de las ganancias futuras de la amortización resultante del crédito comercial.

En cuanto a la eliminación contable (write-off) del desarrollo e investigación en proceso, las compañías valúan los activos de investigación y desarrollo en proceso de las compañías adquiridas antes de eliminarlos contablemente. Sin embargo, no hay una pauta sobre cómo valuar la investigación y el desarrollo en proceso. Dado el incentivo de evitar el reconocimiento de la investigación y el desarrollo en proceso como crédito comercial, se afirma que las compañías valúan la investigación y el desarrollo en proceso tan costosa como sea posible para incrementar la eliminación contable y reducir o eliminar la amortización siguiente del crédito comercial. Una eliminación contable semejante causa inquietud respecto a la cualidad de las utilidades si se exagera la investigación y el desarrollo en proceso, debido a que subestimaría los activos y exageraría el futuro rendimiento sobre el capital (y los activos).

El abuso de las eliminaciones contables (write-offs) de la investigación y el desarrollo en proceso condujo a que la SEC investigara su utilización. Posteriormente, se recusaron algunas adquisiciones y se exigió a las compañías presentar sus estados financieros históricos de nuevo.

EL GASTO EN INVESTIGACIÓN Y DESARROLLO Y LOS DIRECTORES EJECUTIVOS

Un estudio encontró que las compañías gastan en promedio 8 300 dólares por empleado en investigación y desarrollo. Sin embargo, los directores ejecutivos con títulos de abogados gastan sólo 5 600 dólares, mientras que los directores de operaciones gastan 6 900 dólares. Por otra parte, los directores ejecutivos educados en el campo de la mercadotecnia gastan 10 300 dólares y los que cuentan con formación en las áreas de investigación y desarrollo y de la ingeniería son los que gastan más.

Recientemente, el FASB ha propuesto que la investigación y el desarrollo en proceso se capitalicen y se amorticen, en vez de gastarlos.

Deuda en los estados financieros consolidados

Los pasivos en los estados financieros consolidados no operan como un derecho de preferencia sobre un grupo común de activos. Los acreedores, estén o no garantizados, pueden recurrir en caso de un incumplimiento sólo a los activos propiedad de la corporación específica que incurrió en el pasivo. Si una compañía matriz garantiza un pasivo de una subsidiaria, entonces el acreedor tiene la garantía como una seguridad adicional con cláusulas potenciales de recurso. El balance consolidado no ayuda a evaluar el margen de seguridad del que disfrutan los acreedores. Para evaluar la garantía de los pasivos, el análisis debe examinar los estados financieros individuales de cada subsidiaria. También se debe recordar que las restricciones legales no siempre son medidas eficaces de la responsabilidad. Por ejemplo, American Express cubrió recientemente las obligaciones de un almacén subsidiario sin que mediara alguna obligación legal, con el fin de resguardar reputación.

PUNTO DE VISTA DEL ANÁLISIS **...USTED ES EL ABOGADO**

Una de sus clientes recurre a usted con un problema legal. Ella ha invertido casi todos sus ahorros en las acciones comunes de NY Research Labs, Inc. La causa de su preocupación son los estados financieros de NY Research Labs que se publicaron el día de ayer. Por primera vez, esos estados financieros son declaraciones consolidadas que incluyen una subsidiaria, Boston Chemicals Corp. A su cliente le inquieta que su inversión en NY Research Labs ahora corra un riesgo mayor debido a varias demandas legales importantes en contra de Boston Chemicals —algunas de las cuales incluso podrían hacer que Boston Chemicals se declare en quiebra—. ¿Qué le aconseja usted a su cliente? ¿Debe ella preocuparse más por su inversión en NY Research Labs a causa de la consolidación?

Respuesta, página 282

Ganancias sobre las OPI (IPO) de una subsidiaria

Tycom, Ltd., una subsidiaria de propiedad total de Tyco International, Ltd., vendió previamente acciones no emitidas a partes externas en una oferta pública inicial (IPO: Initial public offering). Como resultado de la venta, el porcentaje de propiedad de Tyco International Ltd. en Tycom Ltd. disminuyó de 100 a 89% y la compañía matriz registró una ganancia antes de impuestos de 2 100 millones de dólares (1 010 millones después de impuestos) en su estado de resultados consolidado. Las IPO por subsidiarias se están volviendo cada vez más comunes a medida que las compañías tratan de obtener las ganancias no reconocidas en el valor de las tenencias de acciones de las subsidiarias, al tiempo que conservan el control sobre las subsidiarias.

La razón fundamental de este tratamiento de las ganancias se puede ver en este ejemplo: supóngase que Synergy posee 100% de Micron con un valor en libros del capital de los accionistas de un millón de dólares y que registra la inversión en Micron en un millón de dólares. Micron vende acciones no emitidas previamente por un valor de 500 000 dólares y, por consiguiente, reduce la propiedad de Synergy a 80%. Synergy posee ahora 80% de una subsidiaria con un valor en libros de 1 500 000 dólares por una inversión equivalente de 1 200 000 dólares. De esta manera, el valor de la cuenta de inversión ha aumentado por 200 000 dólares. El FASB respalda formalmente el tratamiento de esta "ganancia" como un incremento en el capital adicional pagado. Sin embargo la SEC, en el *Staff Accounting Bulletin 51,* permite que las compañías registren el crédito ya sea en capital adicional pagado, o en ganancias. El efecto sobre el capital de los accionistas de Synergy es el mismo. Pero en la primera opción, el capital de los accionistas aumenta debido a un incremento en el capital adicional pagado. En la segunda opción, el capital de los accionistas se

incrementa por medio del cierre de utilidad neta en utilidades retenidas y se registra una utilidad en el estado de resultados.

Ventas e ingreso previos a la adquisición

Cuando la adquisición de una subsidiaria ocurre a mediados del año, las compañías sólo registran su capital en ingreso de la subsidiaria a partir de la fecha de la adquisición. Sin embargo, hay dos métodos disponibles conforme a los GAAP (*Accounting Research Bulletin 51*) para lograr esto:

1. La compañía puede presentar un estado de resultados consolidado con ventas, gastos e ingreso de la subsidiaria a partir de la fecha de adquisición.
2. La compañía puede registrar en su estado de resultados consolidado las ventas y los gastos de la subsidiaria durante todo el año e ignorar las ganancias previas a la adquisición, de manera que sólo se incluyan las ganancias posteriores a la adquisición en la utilidad neta consolidada.

El efecto sobre la utilidad neta consolidada es el mismo con cualquier método, es decir, sólo la utilidad neta de la compañía adquirida posterior a la fecha de la adquisición se incluye en las ganancias consolidadas. Sin embargo, el crecimiento del renglón superior (ventas) puede ser excepcionalmente diferente, según la fecha de la adquisición y la magnitud de las ventas de la compañía adquirida. Las compañías cuyo crecimiento ocurre principalmente por medio de adquisiciones (en comparación con el crecimiento “orgánico” o interno) son particularmente difíciles para los analistas.

Es probable que se considere que la cantidad del ingreso previo a la adquisición no tiene importancia y se incluya en otras categorías de gastos, en vez de registrarse como una partida separada. Una sugerencia con respecto al método contable empleado es examinar las divulgaciones pro forma requeridas en las notas al pie de página de las adquisiciones. Es obligación de las compañías manifestar las ventas y el ingreso pro forma, como si las compañías participadas hubieran estado incluidas durante todo el año. La comparación de estas ventas pro forma con las ventas consolidadas registradas puede proporcionar una idea de la elección contable hecha por la administración en esta área.

Contabilidad de empuje hacia abajo

La contabilidad de compras requiere que los activos y pasivos de una compañía adquirida se incluyan en los estados financieros consolidados del comprador a sus valores de mercado. Un aspecto de controversia es en qué forma la compañía adquirida registra estos activos y pasivos en sus estados financieros separados (si esa compañía sobrevive como una entidad separada y cotiza en mercados de valores). La SEC exige que las operaciones de compra resultantes en la transformación considerable de una entidad en una subsidiaria que pertenece por completo a la empresa (según se define en la Regulación S-X), establezca una nueva base de contabilidad para los activos y pasivos adquiridos si la compañía adquirida emite valores en los mercados públicos. Por ejemplo, si la Compañía A adquiere prácticamente todas las acciones comunes de la Compañía B en una sola operación o una serie de operaciones de compra, los estados financieros de la Compañía B deben reflejar la nueva base de la contabilidad proveniente de su adquisición por la Compañía A. Cuando la propiedad está bajo el control de la matriz, la base de la contabilidad para los activos y pasivos comprados debe ser la misma, sin importar si la entidad sigue existiendo o se fusiona en las operaciones de la matriz. Es decir, el costo para la Compañía A por la adquisición de la Compañía B se “empuja hacia abajo” y se utiliza para establecer una nueva base contable en los estados financieros separados de la Compañía B. La SEC reconoce que la existencia de una deuda pública pendiente de pago, de acciones preferentes o de un interés minoritario considerable en una subsidiaria influye en la capacidad de una matriz para controlar la propiedad. En estos casos, la SEC no ha insistido en la contabilidad de empuje hacia abajo.

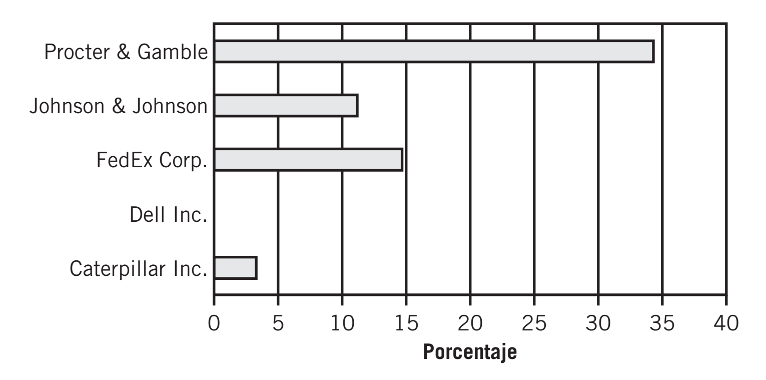
Limitaciones adicionales de los estados financieros consolidados

Los estados financieros consolidados a menudo son representaciones significativas de la condición financiera y los resultados de las operaciones de la entidad matriz-subsidiaria. Sin embargo, existen varias limitaciones además de las ya expuestas.

- Los estados financieros consolidados de las compañías individuales que constituyen la entidad más grande no siempre se preparan sobre una base comparable. Las diferencias en los principios contables, las bases de la valuación, las tasas de amortización y otros factores impiden la homogeneidad y disminuyen la validez de los análisis de razones, tendencias y otros.
- Los estados financieros consolidados no revelan las restricciones sobre la utilización del efectivo en cuanto a las compañías individuales. Tampoco revelan los flujos de efectivo entre compañías o las restricciones sobre esos flujos. Estos factores confunden la relación entre la liquidez de los activos y las obligaciones que pretenden cumplir.
- Las compañías que atraviesan por una mala situación financiera en ocasiones se combinan con compañías financieramente poderosas confundiendo así el análisis, ya que los activos de un miembro de la entidad consolidada no necesariamente se pueden aprovechar para pagar los pasivos del otro.
- El alcance de las operaciones entre compañías se desconoce, a menos que se den a conocer los procedimientos fundamentales del proceso de consolidación –los estados consolidados por lo general sólo revelan los resultados finales–.
- La contabilidad para la consolidación de las subsidiarias de finanzas y seguros plantea varios problemas para el análisis. La unión de subsidiarias diferentes distorsiona las razones y otras relaciones –por ejemplo, los activos circulantes de las subsidiarias de finanzas por lo general no están disponibles para satisfacer los pasivos circulantes de la matriz–. Los activos y pasivos de entidades separadas no son intercambiables, y los estados financieros consolidados confunden las prioridades de las reclamaciones de los acreedores.

Consecuencias de la contabilidad del crédito comercial (goodwill)

El crédito comercial como porcentaje de los activos totales



El exceso del precio de compra sobre el valor de mercado de los activos netos identificables adquiridos representa el pago de ganancias superiores (anormales). Las ganancias superiores se atribuyen a los nombres de las marcas y a otros aspectos que ofrecen una posición competitiva superior. La posición competitiva superior está sujeta a cambios derivados de millares de fuerzas económicas y ambientales. Con esfuerzo y oportunidad, una compañía puede mantener una posición superior. Sin embargo, el crédito comercial no es permanente.

Las fuerzas residuales del crédito comercial dan origen a problemas potenciales de medición. Por ejemplo, los pagos resultantes de errores de estimación, de concursos de licitación intensiva, o de un descuido con los recursos del propietario o el acreedor van a parar en costos de financiamiento provisionales. Warren Buffet, presidente del consejo de Berkshire Hathaway, reconoce esta medición residual del crédito comercial al escribirles a sus accionistas: "Cuando una administración, demasiado emocionada, compra un negocio a un precio absurdo... lo absurdo acaba en la cuenta del crédito comercial. Considerando la falta de disciplina administrativa que creó la cuenta, en estas circunstancias sería mejor calificarla como 'sin crédito comercial'." La esencia de este asunto es: ¿El crédito comercial representa poder de ganancias superior y sus beneficios se extienden a periodos futuros? El análisis debe comprender que en demasiados casos la respuesta es no.

Si las compañías eliminan de su contabilidad el crédito comercial en vista de pérdidas considerables por las subsidiarias adquiridas, el momento oportuno de la eliminación contable refleja el inmediato reconocimiento de esta pérdida en el valor. El siguiente caso refleja lo anterior.

EXTRACTO DEL ANÁLISIS

Bangor Punta Corporation adquirió Piper Aircraft a cambio de un pago que incluía una cantidad considerable de crédito comercial. A la larga, el tiempo reveló que ese pago era por pérdidas superiores, más que por ganancias superiores. En un periodo, Bangor Punta ganó 3.1 millones de dólares sobre una base consolidada, mientras que Piper Aircraft perdió 22.4 millones de dólares. Sólo cuando Piper Aircraft se estaba enfrentando a una nueva pérdida de operación, Bangor Punta eliminó contablemente el crédito comercial de Piper Aircraft de 54.7 millones de dólares. También es evidente que Bangor Punta lo hizo como una "gran limpia de activos" (big bath). Es decir, el reconocimiento de la eliminación contable se demoró hasta que el efecto de ésta disminuyó por la propia pérdida de Bangor Punta (que recibió todos los impactos al mismo tiempo). Esta eliminación contable también produjo el efecto secundario benéfico de evitarle al futuro ingreso de Bangor Punta los cargos de amortización del crédito comercial.

Como ayuda para el análisis, el crédito comercial y sus implicaciones en el análisis se podrían entender mejor si se compara la definición contable del crédito comercial con la definición usual de los analistas.

Definición contable del crédito comercial (goodwill). El crédito comercial es el exceso en el costo sobre el valor justo de mercado de los activos netos adquiridos en una operación de compra. No se hace ningún intento para identificar de manera explícita los componentes de este activo o los valores económicos que se le asignan. Cualquier cosa por la que se haya pagado y que no sea posible identificar por separado se asigna al crédito comercial.

Definición de los analistas del crédito comercial. El crédito comercial refleja el valor económico real, como el resultante de las marcas registradas que requieren un desarrollo y un mantenimiento costosos. El crédito comercial también refleja los pagos excesivos atribuidos a expectativas que no son realistas, a un entusiasmo carente de disciplina, o a la falta de un criterio sólido y un análisis apropiado. La evaluación del crédito comercial requiere analizar cuidadosamente la posición competitiva de mercado y el poder superior de producir ganancias respecto a las operaciones de la compañía. El crédito comercial representa una ventaja no permanente que se debe manifestar en un poder superior de producir ganancias; de no ser así, no existe.

El análisis del crédito comercial sigue siendo complicado. En los saldos corporativos aparecen miles de millones de dólares de crédito comercial. En algunas compañías, representa una parte considerable de los activos netos, o incluso excede al capital total. El pago por un poder superior de producir ganancias está garantizado. A pesar de esto, el analista debe estar consciente de que en muchos casos el crédito comercial no es más que una aplicación mecánica de las reglas contables que otorga poca importancia al valor recibido a cambio. El proceso en que se asignan miles de millones de dólares en los balances es ilustrado con la lucha por el control de RJR Nabisco:

EXTRACTO DEL ANÁLISIS

Antes de la lucha de licitaciones por RJR Nabisco, el mercado (dominado por instituciones financieras que tenían 40% de las acciones de ésta) valuó a la compañía en alrededor de 12 000 millones de dólares. Un grupo, encabezado por el director ejecutivo de RJR Nabisco, inició la licitación ofreciendo 17 000 millones por la compañía, 5 millones más que el valor que le había asignado el mercado. Al final, RJR Nabisco se vendió en 25 000 millones de dólares, cifra que incluye 13 000 millones de crédito comercial. Sin duda, en esta cuenta se incluyeron elevados costos de trabajo financiero, profesional y de inversión bancaria, así como otros gastos generados por esta costosa guerra de licitaciones. Una preocupación razonable del análisis es el grado en que el crédito comercial refleja, o no refleja, el valor presente del futuro ingreso residual (ganancias superiores).

Por último, el análisis debe comprender que el crédito comercial en el balance corporativo por lo común no refleja el poder total intangible de producir ganancias (debido a la posición en el mercado, nombres de marcas u otras ventajas de la propiedad). Es decir, conforme a los principios de contabilidad generalmente aceptados, el crédito comercial generado internamente no se puede registrar como un activo. Esto se corrobora en el caso de Altria Group, Inc.

EXTRACTO DEL ANÁLISIS

Altria (antes Philip Morris) adquirió General Foods a un precio de 5 800 millones de dólares, de los cuales alrededor de 2 800 millones constituían el pago del crédito comercial. Las marcas registradas de General Foods justifican dudosamente esta prima. En el balance de Altria, el crédito comercial constituye casi 80% del capital. Sin embargo, no incluye el valor considerable de las propias marcas registradas de Altria.

Contabilidad compartida para las combinaciones de negocios

Antes de la aprobación de los estándares contables actuales para las combinaciones de negocios, se permitía que las compañías utilizaran un método contable alterno: la agrupación o combinación de intereses. Aunque es inadmisible para las combinaciones de negocios iniciadas después del 30 de junio de 2001, las compañías podrían seguir utilizando la contabilidad compartida para las adquisiciones contabilizadas conforme al método anterior a la fecha en que entró en vigor del estándar. La contabilidad compartida se ha usado ampliamente y seguirá influyendo en los estados financieros durante muchos años. Por consiguiente, es importante que los analistas comprendan la contabilidad de las combinaciones de negocios conforme a este método. Esta sección describe la mecánica de la contabilidad compartida y después sigue una exposición de las implicaciones en el análisis.

La diferencia entre el método de contabilidad compartida y el método de contabilidad de compra radica en la cantidad registrada como la inversión inicial en la compañía adquirida. Como ya se ha visto, conforme al método de compra, la cuenta de la inversión se debita por el precio de compra, es decir, el valor justo de mercado de la compañía adquirida en la fecha de la adquisición. Conforme al método compartido, este débito es por la cantidad del valor en libros de la compañía adquirida. Los activos no se actualizan contablemente basándose en los balances del costo histórico registrado en el balance de la compañía participada, no se crea ningún activo intangible nuevo en la adquisición y no se registra ningún crédito comercial. La evitación del crédito comercial fue el principal atractivo de este método, ya que con éste las compañías evitaban la subsiguiente extracción de las ganancias a partir de la amortización del crédito comercial.

Mecánica de la contabilidad de combinación de intereses

Continuando con el ejemplo anterior, conforme a la contabilidad compartida la inversión inicial se registra como sigue:

Inversión en Micron	620 000		
Acciones comunes		50 000	(a valor nominal)
Capital adicional pagado		80 000	
Utilidades retenidas		490 000	

La cuenta de inversión es de 150 000 dólares menos que en el ejemplo anterior, debido a que los activos de la compañía adquirida se registran a su valor en libros y no al valor de mercado. Además, Synergy registra las ganancias retenidas y el capital pagado iniciales (acciones comunes y capital adicional pagado) iguales a los de Micron a principios del año.

Durante el año, Micron gana 150 000 dólares. La inversión se contabiliza conforme al método de participación y tiene un saldo en los libros de Synergy al 31 de diciembre del año 2, como sigue:

Saldo inicial (31/12/A1)	620 000	dólares
Ingreso de la inversión	150 000	
Dividendos	0	
Saldo final (31/12/A2)	770 000	dólares

El balance consolidado conforme a la contabilidad compartida es como sigue:

SYNERGY CORP. Y SUBSIDIARIA
Balances y estados financieros consolidados tentativos
Para el ejercicio fiscal que terminó el 31 de diciembre, año 2
Preparados conforme al método de contabilidad compartida

	Synergy	Micron	Débitos	Créditos	Consolidados
Ingresos	$ 610 000	$ 370 000			$ 980 000
Costo de los bienes vendidos	(270 000)	(140 000)			(410 000)
Gasto de depreciación	(115 000)	(80 000)			(195 000)
Gasto de amortización	0	0			0
Ingreso de la inversión	150 000	0	[2]$150 000		0
Utilidad neta	$ 375 000	$ 150 000			$ 375 000
Utilidades retenidas, 1/1/A1	$ 1 170 000	$ 490 000	[1]490 000		$ 1 170 000
Utilidad neta	375 000	150 000			375 000
Dividendos pagados	(90 000)				(90 000)
Utilidades retenidas, 31/12/A2	$ 1 455 000	$ 640 000			$ 1 455 000
Efectivo	$ 105 000	$ 20 000			$ 125 000
Cuentas por cobrar	380 000	220 000			600 000
Inventario	560 000	280 000			840 000
Inversión en Micron	770 000	0		[1]$620 000 [2]150 000	0
Planta, propiedad y equipo, netos	1 880 000	720 000			2 600 000
Activos totales	$3 695 000	$1 240 000			$4 165 000
Pasivos	$ 780 000	$ 470 000			$1 250 000
Acciones comunes	800 000	100 000	[1]100 000		800 000
Capital adicional pagado	660 000	30 000	[1]30 000		660 000
Utilidades retenidas	1 455 000	640 000			1 455 001
Pasivos y capital totales	$3 695 000	$1 240 000	$770 000	$770 000	$4 165 000

El saldo original de la cuenta de inversión en la fecha de compra (620 000 dólares) representa el valor en libros del capital de los accionistas de Micron. Consiste en las ganancias retenidas a principios del año más el capital pagado de Micron (acciones comunes más capital adicional pagado). Sin embargo, contrario al método de compra, el saldo de la inversión no incluye el valor justo

CONTABILIDAD COMPARTIDA DE MURKY

En una adquisición contabilizada como compartida, Applied Materials pagó 1 800 millones de dólares para adquirir el control de Etec Systems, un fabricante de equipo láser. El valor en libros de Etec era de 249 millones de dólares, lo que significa que 1 500 millones de dólares del precio de compra no están registrados en los libros.

de mercado de los activos tangibles, la marca registrada previamente no reconocida, ni el crédito comercial comprado en la adquisición. Las dos entradas de consolidación logran lo siguiente:

1. Reemplazar 620 000 dólares de la cuenta de inversión con el valor en libros de los activos adquiridos.
2. Eliminar el ingreso de la inversión registrado por Synergy y reemplazar esa cuenta con el estado de resultados de Micron.

Por otra parte, es necesario entender varios puntos acerca del proceso de consolidación en que se emplea el método de compartir:

- El balance consolidado incluye el valor en libros tanto de Synergy como de Micron.
- El estado de resultados consolidado incluye los estados de resultados tanto de Synergy como de Micron. La depreciación sólo se calcula sobre los valores históricos en libros de ambas compañías, no sobre el precio de adquisición.
- No hay reconocimiento de la marca no registrada o del crédito comercial. En consecuencia, antes de la aprobación de los estándares actuales de la contabilidad de negocios, esto habría evitado la amortización del crédito comercial.
- El ingreso de Micron está incluido para todo el año en el año de la adquisición, no posterior a la fecha de la adquisición.

La diferencia en la utilidad neta entre el método de compra y el compartido se debe al registro combinado de los activos fijos en 720 000 dólares (su costo histórico para Micron) y la consiguiente omisión del exceso de gasto de depreciación/amortización. Este ejemplo pone de relieve que el registro del ingreso para la compañía combinada o en 367 000 dólares o en 375 000 dólares depende de la forma en la cual se contabiliza la adquisición. Obsérvese que la reevaluación de los activos y pasivos, o la ausencia de los mismos, es la diferencia fundamental entre la contabilidad compartida y la contabilidad de compra. La contabilidad compartida subestima potencialmente los activos y exagera el ingreso en los periodos actual y futuro. Esto aumenta el interés en las ganancias potencialmente infladas derivadas de la contabilidad compartida.

Tocante al análisis, se resumen las probables consecuencias de la contabilidad compartida para la compañía combinada que la distinguen marcadamente de la contabilidad de compra.

- Los activos se adquieren y se llevan al valor en libros y no al valor de mercado de la consideración dada. Según el grado en que se adquieren el crédito comercial u otros activos identificables, la compañía adquirente no los asienta en su balance.
- La subestimación de los activos produce una subestimación en el capital combinado de la compañía.
- La subestimación de los activos (que incluyen inventario, inmuebles, planta, equipo, crédito comercial y activos intangibles) produce una subestimación de los gastos (como costo de los bienes vendidos, depreciación y amortización) y una exageración del ingreso.
- La subestimación de los activos produce una exageración de las ganancias sobre la disposición de activos.
- La subestimación del capital o la exageración del ingreso produce una exageración en las razones del rendimiento sobre la inversión.
- Las declaraciones de ingresos y los balances de la entidad combinada se actualizan para todos los periodos manifestados. (Conforme a la contabilidad de compra, se combinan y se registran *posteriores a la adquisición*, aun cuando por lo común se proporcionan declaraciones pro forma mostrando los resultados combinados previos a la adquisición.)

La actualización de las declaraciones de los periodos previos resulta en un tipo de doble conteo similar en efecto al caso en que un adquirente de una compañía combinada registra las ganancias de la venta de activos adquiridos subestimados (combinados). Este caso se pone de manifiesto en el siguiente recuadro.

EXTRACTO DEL ANÁLISIS

Blockbuster Entertainment incrementó sus ganancias por medio de adquisiciones contabilizadas como agrupaciones. Es probable que lo anterior haya inflado el precio de sus acciones —que se utilizaron para consumar combinaciones adicionales—. Blockbuster adquirió a su franquiciatario más grande, Video Superstore, a cambio de acciones. Las ventas anteriores de cintas de video de Blockbuster a Video Superstore contribuían grandemente a las utilidades de Blockbuster. Cuando Video Superstore se agrupó, los ingresos y las utilidades relacionados con las ventas de cintas de video entre compañías se eliminaron en las declaraciones comparativas. Con estas ventas y utilidades anteriores registradas ahora a niveles más bajos, la curva de crecimiento de Blockbuster es tanto más impresionante.

Un ajuste imperfecto en lo que respecta a los valores omitidos en una operación de agrupación consiste en estimar la diferencia entre las cantidades registradas y el valor de mercado de los activos adquiridos. Esta diferencia se amortizaría después contra el ingreso registrado sobre alguna base razonable, para llegar a resultados comparables a los logrados con arreglo a la contabilidad de compra. En general, la contabilidad de compra está diseñada para reconocer la adquisición en la cual convienen un comprador y un vendedor en una adquisición mercantil. Como tal, es más pertinente para las necesidades del análisis, siempre y cuando se esté interesado en los valores de mercado en la fecha de una combinación comercial en vez de en los costos originales del vendedor.

PUNTO DE VISTA DEL ANÁLISIS ***...USTED ES EL BANQUERO DE INVERSIONES***

Su cliente, LA Delivery, solicita sus servicios para ofrecerles acciones comunes a accionistas potenciales. Usted se halla entusiasmado acerca de esta contratación debido a que, entre otras cosas, le ofrecen una comisión de 7% por sus servicios. Antes de aceptar el compromiso, usted hace un análisis de la compañía y sus estados financieros. Hay un aspecto que le preocupa. Descubre que LA Delivery adquirió recientemente a Riverside Truck. LA Delivery rinde cuentas de esta operación por medio de contabilidad compartida. La inquietud de usted es causada por la contabilidad compartida y el potencial de ésta de subestimar los activos de Riverside Trucking. Esto implicaría una sobrestimación correspondiente en los ingresos, a causa de los gastos más bajos atribuidos a menos depreciación con los activos subestimados. Puesto que el ingreso de Riverside Trucking se combina con el ingreso de LA Delivery, la cifra del ingreso y las razones financieras basadas en el ingreso están *infladas.* La contabilidad compartida utilizada por LA Delivery es una práctica aceptable y se divulga totalmente en los estados financieros. ¿Acepta usted este compromiso?

Respuesta, página 282

INSTRUMENTOS DERIVADOS

Las compañías están expuestas a diferentes tipos de *riesgos del mercado.* Estos riesgos se originan debido a que la rentabilidad de las operaciones de negocios es sensible a las fluctuaciones en varias áreas, como precios de los bienes (commodities), tipos de cambio de divisas y tasas de interés. Para disminuir estos riesgos del mercado, las compañías participan en *operaciones de cobertura.* Las **coberturas** son contratos que tratan de proteger a las compañías de los riesgos del mercado. Una cobertura es similar, en cuanto a concepto, a una póliza de seguros, en la cual la compañía celebra un contrato que le asegura a ésta cierto pago, sin importar las fuerzas del mercado. Los instrumentos financieros, como futuros, opciones y *swaps* se utilizan comúnmente como coberturas. Estos instrumentos financieros se conocen como *instrumentos financieros derivados.* Un **derivado** es un instrumento financiero cuyo valor se deriva del valor de otro activo, de una clase de activos, o de una variable económica, como acciones, bonos, precio de los bienes (commodities), tasa de interés, o tipo de cambio de divisas. Sin embargo, un derivado contratado como una cobertura expone a las compañías a un riesgo considerable. Esto se debe ya sea a que resulta difícil encontrar un derivado que cubra totalmente la exposición al riesgo, a que las partes del contrato de derivados no entiendan el riesgo potencial derivado del instrumento, o a que la contraparte

(la otra entidad en la cobertura) no sea fuerte desde el punto de vista financiero. También se ha sabido que las compañías utilizan los derivados para especular.

EXTRACTO DEL ANÁLISIS

Hemos establecido pautas estrictas de crédito a contrapartes y hacemos operaciones sólo con instituciones financieras de grado de inversión y superior. Verificamos diariamente las exposiciones de la contraparte y cualquier baja en la calificación crediticia es objeto de una revisión inmediata. Si llegara a ocurrir una disminución en la calificación de crédito de una contraparte, tenemos disposiciones que requieren una garantía en forma de valores del gobierno de Estados Unidos en apoyo a gran parte de nuestras operaciones.

—Coca-Cola Co.

El empleo de derivados se incrementó durante la década anterior. El valor de los contratos derivados ahora se encuentra en la variedad de billones de dólares. Este creciente empleo de derivados, junto con su complejidad y su exposición al riesgo, ha dado como resultado que el FASB coloque la contabilidad de derivados en primer lugar en su agenda y haya emitido varias resoluciones en rápida sucesión. Por otra parte, la SEC ha ordenado incluir divulgaciones adicionales en los informes anuales relacionadas con la exposición al riesgo de los derivados. Los requisitos en cuanto a contabilidad y divulgación para los derivados se prescriben en la *SFAS 133*. Esta sección define y clasifica los derivados, describe los requerimientos de contabilidad y divulgación, y concluye con una explicación del análisis de los derivados.

Definición de un derivado

En las actividades de cobertura se utiliza una variedad de instrumentos financieros, que incluyen los siguientes:

- **Contrato de futuros**, es un contrato entre dos o más partes para comprar o vender algún bien o activo financiero en una fecha futura (llamada *fecha de liquidación*) y a un precio determinado. Los futuros existen para la mayoría de los bienes (commodities) y activos financieros. También es posible comprar un contrato a futuros en índices, como el índice de acciones de S&P 500.
- **Contrato swap**, es un contrato entre dos o más partes para intercambiar flujos de efectivo futuros. Es común para cubrir riesgos, en especial los riesgos de la tasa de interés y de divisas. En su forma básica, un *swap* cubre las exposiciones tanto del balance como del flujo de efectivo. Un ejemplo es el *swap de la tasa de interés*. Es posible que una compañía desee convertir una deuda de tasa de interés fija en una deuda de tasa de interés variable (más adelante en esta sección se examinan las actividades de Campbell Soup a este respecto). La compañía trabaja con un intermediario, por lo común un banco, para encontrar otra compañía con una deuda de tasa flotante que busque una deuda de tasa fija. Las dos compañías hacen un *swap* (intercambio) de tasas de interés y el banco cobra una comisión por la operación. Un *swap de divisas* es similar a un swap de tasa de interés, excepto que su propósito es cubrir el riesgo de divisas en lugar del riesgo de la tasa de interés.
- **Contrato de opciones**, le otorga a una parte el derecho, no la obligación, de llevar a cabo una operación. Por ejemplo, es probable que la opción de comprar un valor a un precio de contrato específico en una fecha futura sólo se ejerza si el precio del valor en esa fecha futura es más elevado que el precio del contrato. Una opción también puede ser de compra o de venta. Una *opción de compra* es un derecho de comprar un valor (o un bien) a un precio determinado durante o antes de la fecha de liquidación. Una *opción de venta* es una opción de vender un valor (o un bien) a un precio determinado durante o antes de la fecha de liquidación.

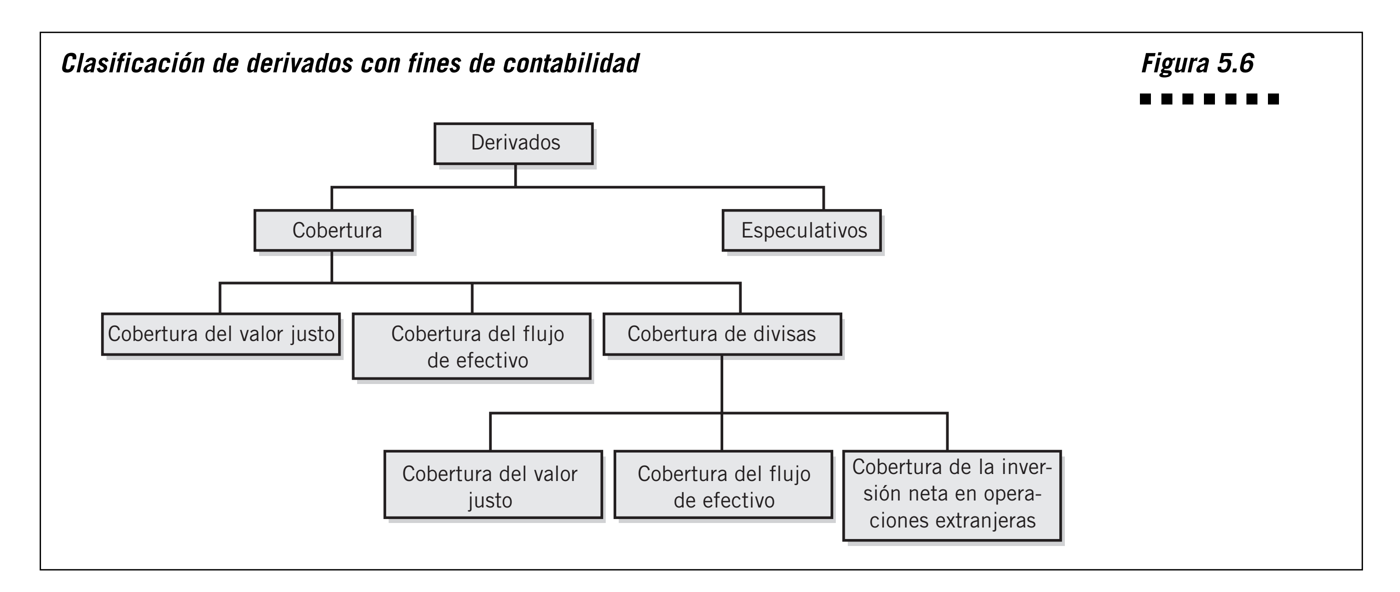
SWAPS DE INCUMPLIMIENTO DE CRÉDITO

Los bancos utilizan estos derivados para asegurarse contra pérdidas sobre préstamos corporativos o bonos. El mercado ha crecido casi 50% en los años recientes, a casi 2 billones de dólares. Sin embargo, el riesgo no desaparece: lo absorben los vendedores de protección, como compañías de seguros (y otros bancos).

Contabilidad para derivados

La figura 5.6 ilustra la clasificación de los derivados para propósitos contables. Todos los derivados, sin importar su naturaleza o propósito, se registran al valor de mercado en el balance. Sin

Clasificación de derivados con fines de contabilidad ***Figura 5.6***



embargo, a diferencia de la contabilidad del valor justo para valores de inversión, donde sólo los activos y no los pasivos correspondientes son al precio imperante en el mercado en ese momento, la contabilidad para los derivados afecta a *ambos* lados de las operaciones (cuando es aplicable) pues los toma al precio imperante en el mercado en ese momento. Esto quiere decir que si un derivado es una cobertura efectiva, los efectos de los cambios en los valores justos por lo común deben compensar y tener poco efecto sobre las utilidades y el capital de los accionistas. La figura 5.7 resume la contabilidad para diferentes derivados. La contabilidad de los derivados es diferente, ya que depende de la clasificación que les asigna la compañía. Primero, los derivados se clasifican como coberturas del valor justo, del flujo de efectivo, o de divisas. Después, sigue la contabilidad de esos derivados, junto con el activo o el pasivo con los cuales se relacionan los derivados.

Las ganancias y pérdidas no percibidas sobre las coberturas del valor justo, así como sobre el activo o el pasivo relacionado, se registran en ingreso y afectan la rentabilidad actual. Mientras

Contabilidad para los derivados ***Figura 5.7***

Derivado	Balance general	Estado de resultados
Especulativo	Derivado registrado a su valor justo	Ganancias y pérdidas no realizadas incluidas en la utilidad neta
Cobertura del valor justo	Tanto el derivado como el activo —o el pasivo, o ambos— cubiertos se registran a su valor justo	Las ganancias y pérdidas tanto sobre el derivado como sobre el activo —o el pasivo, o ambos— cubiertos se incluyen en la utilidad neta
Cobertura del flujo de efectivo	El derivado se registra al valor justo (compensado por el ingreso total acumulado)	Las ganancias y pérdidas sobre la porción efectiva del derivado se registran en otro ingreso general hasta la fecha de liquidación, después de lo cual se transfieren a utilidad neta; las ganancias y pérdidas no realizadas sobre la porción inefectiva del derivado se incluyen en utilidad neta
Cobertura del valor justo de divisas	Igual que la cobertura del valor justo	Igual que la cobertura del valor justo
Cobertura del valor en efectivo de divisas	Igual que la cobertura del flujo de efectivo	Igual que la cobertura del flujo de efectivo
Cobertura de divisas de la inversión neta en operaciones extranjeras	El derivado (y la ganancia o pérdida acumulativa no realizadas) se registran al valor justo (parte del ajuste de conversión acumulativo en ingreso general acumulado)	Las ganancias y pérdidas no realizadas se registran en otro ingreso general como parte del ajuste de conversión

EJEMPLO 5.1

Helix Co. tiene acciones de Prima como parte de sus valores disponibles para la venta. El 1 de octubre de 2005, Helix compra 5 000 opciones de venta en marzo de 2006 (50 contratos) de Prima a un precio de ejercicio de 50 dólares (el precio de mercado de Prima al 1 de octubre de 2005 es de 58 dólares) por 5 dólares por opción. El 31 de diciembre de 2005, las acciones de Prima se cotizan en 53 dólares y su opción de venta se valúa en 7 dólares por opción. A continuación aparecen los efectos del balance general y el estado de resultados sobre Helix para el cuarto trimestre de 2005:

BALANCE

	1/10/05	31/12/05
Valores de inversión	$290 000	$265 000
Opción de venta	25 000	35 000
Efecto sobre los activos totales	$315 000	$300 000

ESTADO DE RESULTADOS

Pérdida no realizada sobre los valores	$(25 000)
Ganancia no realizada sobre la opción de venta	10 000
Efecto sobre la utilidad neta	$(15 000)

El efecto neto en el cuarto trimestre de 2005 es un cargo de 15 000 dólares a utilidad neta, que se iguala con la correspondiente disminución en el valor de los activos totales. Observe que esta opción de venta no es una cobertura perfecta.

la cobertura sea efectiva, esta contabilidad no afecta la utilidad ni el capital de los accionistas de forma material, ya que los efectos del balance general y del estado de resultados los compensan en gran parte. El ejemplo 5.1 ilustra la contabilidad de cobertura del valor justo.

En forma alternativa, las ganancias y pérdidas no realizadas provenientes de las coberturas del flujo de efectivo se registran como parte de otro ingreso total (como un componente del capital de los accionistas y no en ingreso actual) hasta la fecha efectiva de la operación, después de lo cual se transfieren al ingreso y se compensan por el efecto de la operación misma. (Obsérvese que las ganancias y pérdidas no percibidas sobre las coberturas especulativas se asientan inmediatamente en ingreso.) El ejemplo 5.2 ilustra la contabilidad de coberturas del flujo de efectivo.

EJEMPLO 5.2

Ace Co. solicitó un préstamo a un banco de 5 millones de dólares a cinco años, a una tasa de interés flotante, el 1 de enero de 2005 (el interés es pagadero anualmente el 31 de diciembre). El 1 de enero de 2006, Ace elabora un *swap* de sus futuros pagos de interés variable sobre este préstamo por pagos de interés fijo de 8%. El 31 de diciembre de 2006, Ace paga 400 000 dólares (8% de 5 millones de dólares) sobre el instrumento *swap* el pago de interés sobre el préstamo original habría sido de 300 000 millones de dólares (6% de 5 millones: de dólares). Esto significa que el *swap* resulta en un exceso del pago anual de 100 000 dólares para 2006. El valor presente de este exceso esperado en el pago de interés debido al *swap* al 31 de diciembre de 2006 es de 267 300 dólares (calculado como 100 000 dólares por año por tres años adicionales descontados a 6% anual). Los efectos del balance de Ace al 31 de diciembre de 2005 y 2006, relacionados con este swap, son:

	31/12/05	31/12/06
Valor justo de la obligación *swap*	$0	$267 300
Otro ingreso general acumulado	0	(267 300)
Efecto sobre los pasivos y el capital totales	$0	$ 0

Los efectos del estado de resultados de Ace derivados del *swap* para el año 2006 son:

Efecto de la utilidad neta (gasto de interés)*	$(100 000)
Otro efecto del ingreso general (pérdida no percibida sobre valores comerciables)†	(267 300)

**Pérdida realizada para el año, exceso del pago de interés para 2006.*

†Pérdida no realizada para el año, cambio en el valor presente del futuro exceso de pagos de interés reflejados en ingreso general acumulado.

Por último, la ganancia o pérdida sobre el derivado, junto con su costo, se reflejan en la utilidad neta conforme a la contabilidad tanto del valor justo como del flujo de efectivo. La diferencia en la contabilidad para las varias coberturas se debe al momento del reconocimiento de la ganancia o pérdida, es decir, no importa si la ganancia o pérdida se reconoce actualmente en ingreso, o se difiere en otros ingresos integrales (OCI) hasta que la operación se ha completado.

Divulgaciones para derivados

Las compañías están obligadas a divulgar la información cualitativa y cuantitativa acerca de los derivados, tanto en las notas a los estados financieros como en otras partes (por lo común en la sección de Discusión y análisis de la gerencia). El propósito de estas divulgaciones es informar a los analistas acerca del riesgo potencial implícito en los valores derivados.

Divulgaciones cualitativas

Las divulgaciones por lo general resumen los tipos de actividades de cobertura que lleva a cabo la compañía y los métodos contables empleados. Por ejemplo, muchas compañías utilizan derivados para cubrir los riesgos de tasa de interés y de divisas.

Divulgaciones cuantitativas

Campbell Soup también proporciona información cuantitativa concerniente a sus actividades de cobertura de tasa de interés y de divisas en la sección Discusión y análisis de la gerencia del informe anual. Estas divulgaciones se reproducen en la figura 5.8.

Exposición al riesgo de la tasa de interés

Las actividades de cobertura de Campbell Soup relacionadas con las tasas de interés emplean contratos *swap* con el fin de mantener la relación deseada entre la deuda de tasa fija y la deuda de tasa flotante o variable. La compañía indica que ha participado en *swaps* fijos a variables de 875 millones de dólares con el fin de incrementar el nivel de la deuda de tasa variable. El *swap* de tasa de interés fija a variable disminuye la deuda de tasa fija a 1 674 millones de dólares (2 549 millones − 875 millones) e incrementa la deuda de tasa flotante a 1 679 millones de dólares (804 millones + 975 millones), o 50% del total.

¿Por qué desearía Campbell Soup incrementar su porcentaje de deuda de tasa flotante? En términos generales, la deuda de tasa variable tiene una tasa de interés más baja que la deuda de tasa fija. Así, la compañía puede bajar sus costos de interés con este *swap*. De igual manera, está aceptando un riesgo de la tasa de interés. Sin embargo, es probable que lo anterior no sea tan problemático como podría parecer a primera vista. La cantidad de deuda de tasa flotante que la compañía puede absorber sin riesgo depende de la covarianza de las ganancias antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización (EBITDA: Earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization) con las tasas de interés. Cuanto más elevada es esa covarianza, tanto mayor es el porcentaje de deuda que la compañía puede pedir prestado sobre una base de tasa flotante sin incurrir en un riesgo sustancial para las utilidades registradas en caso de que las tasas de interés fluctúen en el futuro. La cantidad meta de deuda de tasa flotante de Campbell Soup referida con anterioridad se determina sobre esta base.

Exposición al riesgo de divisas

Campbell Soup informa que tiene un riesgo de divisas relacionado con sus operaciones en moneda diferente del dólar estadounidense, inversiones en subsidiarias y deuda de subsidiarias denominada en otras monedas. Campbell Soup utiliza *swaps* entre-divisas y contratos de cambio *forward* para cubrir su riesgo sobre activos y pasivos denominados en monedas extranjeras, e indica que tiene 1 004 millones de dólares de *swaps* entre-divisas en circulación. A medida que el dólar estadounidense se fortalece (o debilita) frente a otras monedas, los activos (o pasivos) denominados en esas monedas pierden (o ganan) valor. Esas pérdidas (o ganancias) sobre activos y pasivos se compensan por medio de ganancias (o pérdidas) en la cobertura de divisas y, de esta manera, disminuyen la variabilidad del ingreso de la empresa.

Figura 5.8 Sección de sensibilidad al riesgo de mercado de Campbell Soup. Discusión y análisis de la administración

Sensibilidad al riesgo de mercado

El principal riesgo de mercado al que está expuesta la compañía es el de los cambios en los precios de los bienes, las tasas de interés y los tipos de cambio de divisas. Además, la compañía está expuesta a cambios en el precio del capital relacionados con ciertas obligaciones de compensación de los empleados. La compañía administra su exposición a los cambios en las tasas de interés optimizando la utilización de deuda de tasa variable y de tasa fija mediante la utilización de *swaps* de tasa de interés, con el fin de mantener su razón de deuda variable a total dentro de las pautas que se han fijado como meta. Las operaciones internacionales, que dan razón aproximadamente de 36% de las ventas netas en 2004, están concentradas principalmente en Australia, Canadá, Francia, Alemania y el Reino Unido. La compañía administra sus exposiciones a las divisas solicitando préstamos en varias monedas extranjeras y utilizando *swaps* entre monedas y contratos *forward*. Los *swaps* y los contratos *forward* se realizan para periodos congruentes con las exposiciones implícitas relacionadas y no constituyen posiciones independientes de esas exposiciones. La compañía no participa en contratos con propósitos especulativos y no utiliza instrumentos apalancados.

La compañía utiliza principalmente una combinación de órdenes de compra y varios arreglos de suministro a corto y largo plazo en relación con la compra de materia prima, que incluye ciertos bienes y productos agrícolas. La compañía también podría celebrar contratos de bienes a futuros, según lo considere apropiado, para reducir la volatilidad de las fluctuaciones de precios de productos tales como maíz, cacao, harina de soya, aceite de soya y trigo. Al 1 de agosto de 2004, los valores nocionales y las ganancias o pérdidas no realizadas sobre contratos de productos a futuro en poder de la compañía no eran considerables.

La información que se da a continuación resume los riesgos de mercado de la compañía relacionados con las obligaciones de deuda y otros instrumentos financieros importantes al 1 de agosto de 2004. Los valores justos incluidos aquí se determinaron con base en los precios de mercado cotizados. La información que sigue se debe leer en combinación con las notas 16 y 18 concernientes a los estados financieros consolidados.

La tabla a continuación presenta los principales flujos de efectivo y las tasas de interés relacionadas por ejercicio fiscal del vencimiento de las obligaciones de deuda. Las tasas de interés variable divulgadas representan las tasas promedio ponderadas de la cartera a finales del periodo. Las cantidades nocionales y las tasas de interés relacionadas de *swaps* de tasa de interés se presentan por ejercicio fiscal del vencimiento. En el caso de los *swaps,* las tasas variables son las tasas *forward* promedio ponderadas para el término de cada contrato.

EJERCICIO FISCAL ESPERADO DEL VENCIMIENTO

(millones de dólares)	2005	2006	2007	2008	2009	De ahí en adelante	Total	Valor justo
Deuda								
Tasa fija	$ 6	$ 1	$ 606	$ 1	$ 301	$ 1 634	$ 2 549	$2 736
Tasa de interés promedio ponderada	2.87%	6.19%	6.20%	6.35%	5.88%	6.23%	6.17%	
Tasa variable	$ 804						$ 804	$ 804
Tasa de interés promedio ponderada	3.30%						3.30%	
***Swaps* de tasa de interés**								
Fija a variable			$ 200[2]		$175[3]	$ 500[4]	$ 875	$ —
Tasa de pago promedio[1]			5.11%		5.50%	5.15%	5.21%	
Tasa de recibo promedio			6.20%		5.88%	4.95%	5.42%	

[1]Pago promedio ponderado estimado a lo largo de la vida del *swap* utilizando tasas de interés *forward* LIBOR (London interbank offered rate, tasa interbancaria en Londres) más el margen aplicable.
[2]Cubre 100 millones de dólares de pagarés a 5.50% y 100 millones de dólares a 6.90% con vencimiento en 2007.
[3]Cubre 175 millones de dólares de pagarés a 5.875% con vencimiento en 2009.
[4]Cubre 300 millones de dólares de pagarés a 5.00% y 200 millones de dólares a 4.875% con vencimiento en 2013 y 2014, respectivamente.

Al 3 de agosto de 2003, la deuda de tasa fija de aproximadamente 2 600 millones de dólares con una tasa de interés promedio de 6.17% y una deuda de tasa variable de aproximadamente 1 000 millones de dólares con una tasa de interés promedio de 2.07% estaban en circulación. Al 3 de agosto de 2003, la compañía también había hecho un *swap* de 475 millones de dólares de deuda de tasa fija a variable. La tasa promedio recibida de esos *swaps* era de 5.24% y se estimaba que la tasa promedio pagada fuera de 4.89% durante el resto de la vida de los *swaps*. Además, la compañía había hecho un *swap* de 300 millones de dólares de deuda de tasa flotante a fija. El swap vencía en 2004.

La compañía está expuesta a un riesgo de divisas relacionado con sus operaciones internacionales, que incluyen deuda no funcional de divisas entre compañías e inversiones netas en subsidiarias.

La tabla a continuación resume los *swaps* entre monedas en circulación al 1 de agosto de 2004, que cubren esas exposiciones. La cantidad nocional de cada moneda y la tasa de interés *forward* promedio ponderada se presentan en la tabla de *swaps* entre divisas.

SWAPS ENTRE DIVISAS

(millones de dólares)	Expiración	Tasa de interés	Valor nocional	Valor justo	(millones de dólares)	Expiración	Tasa de interés	Valor nocional	Valor justo
Paga SEK variable	2005	4.01%	$ 18	$ (1)	Paga CAD fijo	2009	5.13%	$ 61	$ (5)
Recibe USD variable		3.95%			Recibe USD fijo		4.22%		
Paga SEK fijo	2005	5.78%	$ 47	$ (15)	Paga GBP fijo	2011	5.97%	$ 200	$ (44)
Recibe USD fijo		5.25%			Recibe USD fijo		6.08%		
Paga Euro variable	2005	2.71%	$ 137	$ 6	Paga GBP fijo	2011	5.97%	$ 30	$ (1)
Recibe USD variable		2.38%			Recibe USD fijo		5.01%		
Paga Euro variable	2006	3.06%	$ 32	$ 1	Paga GBP fijo	2011	5.97%	$ 40	$ 1
Recibe USD variable		3.12%			Recibe USD fijo		4.76%		
Paga GBP variable	2006	6.35%	$ 125	$ (11)	Paga CAD fijo	2014	6.24%	$ 61	$ (5)
Recibe USD variable		3.80%			Recibe USD fijo		5.66%		
Paga CAD variable	2007	4.89%	$ 53	$ (3)	Total			$1 004	$(154)
Recibe USD variable		4.32%							
Paga Euro fijo	2007	5.46%	$ 200	$ (77)					
Recibe Euro fijo		5.75%							

Los contratos *swap* entre divisas en circulación al 3 de agosto de 2003 representaban dos *swaps* de pagar SEK fijos y recibir USD fijos con valores nocionales de 31 millones y 47 millones de dólares, un *swap* de pagar Euros fijos y recibir USD fijos con un valor nocional de 200 millones de dólares, y un *swap* de pagar GBP fijas y recibir USD fijos con un valor nocional de 200 millones de dólares. El valor justo total de estos contratos *swap* era de (97) millones de dólares al 3 de agosto de 2003.

La compañía también está expuesta al riesgo de divisas como resultado de las operaciones en divisas distintas de la moneda funcional de algunas subsidiarias, incluida la deuda de la subsidiaria. La compañía utiliza contratos *forward* de compra y venta de divisas para cubrir esas exposiciones.

Análisis de derivados

Objetivos de la utilización de derivados

La identificación de los objetivos de una compañía en el uso de los derivados es importante debido a que el riesgo relacionado con éstos es mucho más elevado para la especulación que para la cobertura. En el caso de la cobertura, el riesgo no es causado por la elección estratégica. Más bien se origina por problemas con el instrumento de cobertura, ya sea porque la cobertura es imperfecta o a causa de sucesos imprevistos. En el caso de la especulación, una compañía está haciendo una elección estratégica para correr el riesgo de los movimientos del mercado. Algunas compañías aceptan ese riesgo debido a que se encuentran en posición de diversificar el riesgo (en forma similar a la de una compañía de seguros). Casi siempre, los administradores especulan movidos por "corazonadas informadas" acerca de los movimientos del mercado. Por otra parte, se debe entender que muchas compañías especulan (implícitamente) aun cuando sugieren que los derivados se utilicen para coberturas. Una razón de esto es que cuando una compañía cubre exposiciones específicas, no siempre cubre el riesgo total de la compañía (véase el siguiente examen).

Exposición al riesgo y efectividad de las estrategias de cobertura

Una vez que un analista concluye que una compañía está utilizando derivados para cobertura, debe evaluar los riesgos implícitos en una compañía, la estrategia de administración del riesgo de la compañía, las actividades de cobertura y la efectividad de las operaciones de cobertura. Por desgracia, las divulgaciones que actualmente son obligatorias bajo la *SFAS 133* no siempre proporcionan información significativa para hacer un análisis profundo. Por ejemplo, Campbell Soup utiliza *swaps* variables de tasa fija para lograr un porcentaje meta de deuda de tasa variable y, en el proceso, asume el riesgo de la tasa de interés. Sin embargo, la compañía no proporciona información para describir el método mediante el cual llega a ese porcentaje meta, ni describe el nivel de riesgo de la tasa de interés que está aceptando en el proceso. De la misma manera, la compañía no proporciona información respecto al grado de exposición al cambio de divisas y el grado al que esto se ha mitigado mediante la utilización de *swaps* entre-divisas y contratos *forward*.

La *SFAS 133* se concibió principalmente para proporcionar a los lectores los valores actuales de los instrumentos derivados y el efecto de los cambios en esos valores sobre la rentabilidad registrada. Sin embargo, con frecuencia los valores justos de mercado carecen de importancia y las cantidades nocionales no proporcionan la información necesaria para evaluar la efectividad de las actividades de cobertura de la compañía. Por ejemplo, las compañías no están obligadas a cuantificar el grado en que se han mitigado las exposiciones por medio de actividades de cobertura que, si se divulgaran, proporcionarían a los inversionistas y acreedores una mayor comprensión de la efectividad de la estrategia de cobertura.

Exposición al riesgo específico de operaciones contra el de toda la compañía

Las compañías cubren exposiciones específicas a operaciones; compromisos; activos, pasivos, o ambos. Aun cuando la cobertura de exposiciones específicas por lo común reduce la exposición al riesgo total de la compañía a una variable económica implícita, las compañías muy rara vez utilizan los derivados con el propósito de cubrir la exposición al riesgo total de la compañía. Además, las reglas contables no permiten la contabilidad de coberturas a menos que la cobertura esté vinculada específicamente con un activo, pasivo, operación o compromiso identificables. Esto plantea una pregunta más amplia: ¿Cuál es el propósito principal de la cobertura? Si el propósito de la cobertura es reducir el riesgo de negocios total reduciendo la sensibilidad de los flujos de efectivo de una compañía (o valores de activos netos) a un factor de riesgo específico, ¿entonces la cobertura de exposiciones a un riesgo individual lo logra? Probablemente sí, pero no necesariamente. Para comprender esto, el ejemplo 5.3 muestra la forma en que la cobertura de una exposición a un riesgo específico *incrementa* la exposición total de una compañía a ese riesgo.

EJEMPLO 5.3

Dynamics Co. acepta contratos del gobierno sobre una base de costo más. Lo anterior significa que se permite que Dynamics añada un margen de utilidad igual a un porcentaje fijo del costo. Un elemento admisible importante del costo es el interés. Dynamics financia en gran parte sus operaciones con préstamos de tasa de interés variable. Como medida para reducir la volatilidad de sus pagos de interés, Dynamics participa en un *swap* de tasa de interés flotante por tasa de interés fija. ¿Cuál es el efecto de esta cobertura sobre la volatilidad total del flujo de efectivo de Dynamics? Para responder a esta pregunta, recuerde que el margen de utilidad de Dynamics es un porcentaje fijo del costo, y que ese costo incluye el interés. Esto implica que cualquier incremento en el interés está cubierto automáticamente por medio del contrato de costo más y que el margen de utilidad se relaciona *positivamente* con el interés. En consecuencia, si Dynamics cubrió el interés variable con un *swap* de interés variable por una tasa de interés fija, entonces las exposiciones al riesgo de los flujos de efectivo a los cambios en las tasas de interés *se incrementan*.

La pregunta pertinente para el análisis es si los administradores racionales celebran contratos de derivados que incrementen el riesgo total a nivel de toda la compañía. En algunos casos la respuesta es sí. Esas acciones surgen a causa del volumen y la complejidad de los negocios modernos y a la dificultad de lograr una *congruencia de metas* entre las diferentes divisiones de una compañía. Por ejemplo, el departamento de tesorería de una compañía podría ser responsable de controlar el financiamiento de los flujos de efectivo y después hacer *swaps* de tasa de interés para reducir la volatilidad de los pagos de interés, aun cuando esos pagos de interés podrían estar correlacionados negativamente con los flujos de efectivo de las operaciones de la compañía. De manera similar, las divisiones estadounidenses y europeas de una compañía podrían cubrir las exposiciones al riesgo de divisas con metas en conflicto ya que cada división está tratando de administrar su exposición específica al riesgo sin considerar el riesgo a nivel de toda la compañía. Un analista debe evaluar los efectos de los derivados a nivel de toda la compañía y estar consciente de que la cobertura de exposiciones específicas al riesgo no necesariamente asegura la cobertura del riesgo a nivel de toda la compañía.

Inclusión en Ingreso de operación o Ingreso no operativo

Otro aspecto del análisis es si considerar las ganancias y pérdidas no percibidas (y percibidas) sobre instrumentos derivados como parte del ingreso de operación o no de operación. Al grado en que los derivados estén cubriendo instrumentos, entonces las ganancias y pérdidas no percibidas y percibidas no deben incluirse en el ingreso de operación. Además, el valor justo de esos derivados se debe excluir de los activos de operación. Esta clasificación es clara en el caso de instrumentos derivados que cubren movimientos de tasa de interés, debido a que la exposición implícita (de ordinario el gasto de interés, o el ingreso de interés) es en sí una partida que no es de operación. En el caso de la cobertura de otros tipos de riesgos, como los riesgos de divisas y

COBERTURA GLOBAL
Al ubicar sus plantas en los países donde hace negocios, de manera que la moneda de los costos sea la misma que la de los ingresos, IBM reduce el efecto de los cambios de divisas sin una cobertura.

Investigación del análisis

¿LOS DERIVADOS REDUCEN EL RIESGO?

Los investigadores han estudiado los motivos administrativos para utilizar derivados, conjuntamente con los efectos de la utilización de derivados para el riesgo de la compañía. Aunque las evidencias acerca de si los derivados se utilizan para propósitos de cobertura o de especulación son similares, la preponderancia de las pruebas indica que los administradores utilizan derivados para cubrir el riesgo total a nivel de toda la compañía. Las compañías que invierten en derivados revelan una marcada disminución en el riesgo, como se refleja en la reducción de la volatilidad de los rendimientos sobre acciones. La reducción en la exposición al riesgo al tipo de riesgo implícito (como la exposición a la tasa de interés y la exposición al riesgo de divisas) es todavía más sorprendente. En general, los datos muestran que, en promedio, los administradores utilizan los derivados para cubrir exposiciones al riesgo específicas que en última instancia reducen el riesgo total a nivel de toda la compañía.

de precio de los bienes, la clasificación es menos clara. Es decir, las ganancias y pérdidas (y los valores justos) de los derivados no son de operación cuando: 1) las actividades de cobertura no son una parte importante de las operaciones de una compañía y 2) la inclusión de los efectos de la cobertura en ingreso de operación oculta la volatilidad implícita en el ingreso de operación o en los flujos de efectivo. Sin embargo, cuando una compañía ofrece servicios de administración del riesgo como una parte importante de sus operaciones (como lo hacen muchas instituciones financieras), se deben considerar todas las ganancias y pérdidas especulativas (y los valores justos) como parte del ingreso de operación (y de los activos o pasivos de operación).

APÉNDICE 5A. ACTIVIDADES INTERNACIONALES

CONSOLIDACIÓN DE SUBSIDIARIAS EXTRANJERAS

Muchas subsidiarias fuera de Estados Unidos llevan a cabo sus actividades comerciales en sus respectivas monedas locales. Es decir, las ventas se hacen, los activos se compran y las deudas se crean y se pagan en la moneda local. Por consiguiente, los estados financieros de esas subsidiarias se asientan en la moneda local. Sin embargo, antes de que una subsidiaria fuera de Estados Unidos se consolide con su matriz estadounidense, los estados financieros denominados en la moneda local se deben convertir en dólares de Estados Unidos.

Las normas de contabilidad actuales prescriben dos puntos de vista para la conversión, el **método de tipo actual** (utilizado más comúnmente) y el **método temporal**. Si la subsidiaria es relativamente independiente, se emplea el método de tipo actual. Si la subsidiaria está estrechamente integrada con la matriz, se emplea el método temporal. Como nota final, se requiere que las subsidiarias ubicadas en economías altamente inflacionarias (índices de inflación acumulativa de tres años mayores de 100%) empleen el método temporal.

Hay implicaciones importantes en la elección del método de conversión. Si se emplea el método de tipo actual, los **ajustes de conversión** se registran en otros ingresos integrales (OCI) y no afectan al ingreso actual. Sin embargo, si emplea el método temporal, esos ajustes se manifiestan como ganancias y pérdidas de **remedición** en el estado de resultados. La mayoría de las corporaciones multinacionales emplean el método de la tasa actual y, por consiguiente, defieren esas ganancias y pérdidas de conversión durante el tiempo que sigan siendo propietarias de la subsidiaria extranjera.

La conversión de los estados financieros entraña cuatro tipos de cambio:

1. **Histórica**, la tasa de cambio vigente cuando ocurrió originalmente la conversión.
2. **Actual**, la tasa de cambio vigente a finales del periodo contable.
3. **Específica**, la tasa de cambio vigente cuando ocurre la conversión específica.
4. **Promedio ponderado**, el promedio ponderado de la tasa de cambio vigente durante el periodo contable.

En la tabla que sigue se ilustra una comparación de los métodos actual y temporal.

Conforme al método actual, todos los activos y pasivos se convierten a la tasa actual, o tasa *spot*, vigente en la fecha de la declaración. Las cuentas de capital de los accionistas se convierten a los tipos históricos y los dividendos se convierten a la tasa específica cuando se declaran los dividendos. Las partidas del estado de resultados que se considera han ocurrido de manera uniforme a lo largo del periodo se convierten a la tasa de cambio promedio ponderada, con tipos de cambio específicos para las partidas no recurrentes, como ganancias o pérdidas sobre la venta de activos. Por último, el ajuste de conversión acumulativo se registra en Otros ingresos integrales y no afecta la rentabilidad actual. De hecho, se difiere hasta que se vende la subsidiaria extranjera.

	TASA DE CAMBIO UTILIZADA PARA LA CONVERSIÓN	
	Cuenta	**Método de tipo actual**
Método temporal		
Efectivo y valores	Actual	Actual
Inventario	Actual	Histórico
PP&E e intangibles	Actual	Histórico
Pasivos en circulación	Actual	Actual
Pasivos a largo plazo	Actual	Actual
Acciones de capital	Histórico	Histórico
Ganancias retenidas	Derivado	Derivado
Dividendos	Específico	Específico
Ingresos	Promedio	Promedio
Gastos	Promedio	Promedio
Costo de los bienes vendidos	Promedio	Histórico
Depreciación/amortización	Promedio	Histórico
Ajuste de conversión	Otro ingreso general	
Ganancias (pérdidas) de remedición		Estado de resultados

El método temporal requiere que los activos y pasivos *monetarios* (efectivo, partidas por cobrar y deuda a corto y largo plazos) se conviertan a la tasa de cambio actual. Todas las demás cuentas de activos y capital de los accionistas se convierten a la tasa de cambio histórica, y los dividendos se convierten en la fecha específica en la cual se declaran. Los ingresos y gastos que ocurren de manera uniforme a todo lo largo del periodo se convierten a la tasa de cambio promedio ponderada, pero los gastos relacionados con activos convertidos a los tipos de cambio históricos se registran a esos tipos de cambio históricos. Por ejemplo, la depreciación se calcula basándose en el costo originalmente capitalizado del activo fijo y, por consiguiente, es una función de la tasa de cambio vigente cuando se adquirió el activo. De la misma manera, debido a que los inventarios se convierten a los tipos históricos vigentes cuando se adquieren, el costo de los bienes vendidos se calcula utilizando esos costos capitalizados y la suposición del flujo del costo (por ejemplo, PEPS/UEPS (LIFO/FIFO) utilizada por la compañía. Por último, las ganancias y pérdidas de la remedición como resultado del proceso de conversión se reflejan en ingreso actual y, por medio de eso, afectan la rentabilidad actual de la compañía.

Contabilidad para la conversión de divisas

Ahora se ilustra la mecánica de la conversión de divisas conforme al método actual, ya que es el que se utiliza más comúnmente. BritCo, una subsidiaria británica de propiedad total de DollarCo, se incorpora cuando la tasa de cambio es £1 = 1.10 dólar. No han ocurrido cambios en las acciones de capital desde la incorporación. El balance de comprobación de BritCo al 31 de diciembre del año 6, expresado en unidades, se reproduce en el paso 5 como sigue:

Información adicional para la conversión:

1. El balance de comprobación de BritCo se reajusta para que se ajuste a los principios contables de DollarCo. La libra esterlina (£) es la moneda funcional de BritCo.
2. La cuenta del Ajuste de conversión acumulativa de divisas al 31 de diciembre del año 5 es de 30 000 dólares (crédito).

3. El saldo en dólares de Ganancias retenidas al 31 de diciembre del año 5 es de 60 000 dólares.
4. Los tipos de cambio son como sigue:

1 de enero, año 6	£1 = 1.20 dólares
31 de diciembre, año 6	£1 = 1.40 dólares
Promedio para el año 6	£1 = 1.30 dólares

5. Todas las cuentas por cobrar, las cuentas por pagar y las cantidades de pasivos no circulantes están denominadas en la moneda local. El balance de comprobación de BritCo al 31 de diciembre del año 6 es:

	Débito	**Crédito**
Efectivo	£ 100 000	
Cuentas por cobras	300 000	
Inventarios, al costo.....................................	500 000	
Gastos prepagados	25 000	
Inmuebles, planta y equipo (netos)	1 000 000	
Pagarés a largo plazo por cobrar..................	75 000	
Cuentas por pagar		£ 500 000
Porción actual de la deuda a largo plazo		100 000
Deuda a largo plazo		900 000
Acciones de capital		300 000
Ganancias retenidas, 1 de enero, año 6		50 000
Ventas		5 000 000
Costo de las ventas......................................	4 000 000	
Depreciación	300 000	
Otros gastos...	550 000	
Totales..	£6 850 000	£6 850 000

6. Las ventas, compras y todos los gastos de operación ocurren de manera uniforme a todo lo largo del año. En consecuencia, la utilización de la tasa de cambio promedio produce resultados como si cada uno de los ingresos y gastos individuales del mes se convirtieran utilizando la tasa vigente durante cada mes. En este caso, el costo de los bienes vendidos también es convertible mediante la utilización de la tasa promedio.
7. Las consecuencias para el impuesto sobre la renta, si las hay, se ignoran en esta ilustración.

La figura 5.9 manifiesta la conversión del saldo de comprobación en un balance y en un estado de resultados a la vez. El balance pone de relieve el registro de los ajustes de conversión como un componente separado del capital de los accionistas; por lo común, esto se asienta simplemente en un componente más general titulado Otros ingresos (pérdidas) integrales acumulados. El repaso de los estados financieros convertidos de BritCo revela lo siguiente:

1. La compañía convierte todas las partidas del estado de resultados utilizando la tasa de cambio promedio durante el año.
2. Todos los activos y pasivos se convierten a la tasa de cambio actual en la fecha del balance. Las acciones de capital se convierten a la tasa histórica. Si todos los activos y pasivos de una entidad extranjera se miden en su moneda funcional y se convierten a la tasa de cambio actual, entonces el efecto contable neto de un cambio en la tasa de cambio es el efecto sobre los activos netos de la entidad. Este resultado contable es compatible con el concepto de cobertura económica, que es la base del punto de vista de la inversión neta. Es decir, no se originan ni ganancias ni pérdidas de los activos y pasivos cubiertos, y el equivalente en dólares de la inversión neta no cubierta se incrementa o disminuye a medida que la moneda funcional se fortalece o se debilita.

Figura 5.9

BRITCO
Balance y declaración de ingreso convertidos
Año que terminó el 31 de diciembre del año 6

	Libra esterlina	Tasa de cambio	Código o explicación de la conversión*	Dólares estadounidenses
Balance				
Efectivo	100 000	1.4	C	140 000
Cuentas por cobrar	300 000	1.4	C	420 000
Inventarios, al costo	500 000	1.4	C	700 000
Gastos prepagados	25 000	1.4	C	35 000
Inmuebles, planta y equipo (netos)	1 000 000	1.4	C	1 400 000
Pagarés a largo plazo por cobrar	75 000	1.4	C	105 000
Activos totales	2 000 000			2 800 000
Cuentas por pagar	500 000	1.4	C	700 000
Porción actual de la deuda a largo plazo	100 000	1.4	C	140 000
Deuda a largo plazo	900 000	1.4	C	1 260 000
Pasivos totales	1 500 000			2 100 000
Acciones de capital	300 000	1.1	H	330 000
Ganancias retenidas:				
Saldo 1/1/año 6	50 000		B	60 000
Utilidad neta del año actual	150 000		F	195 000
Saldo 31/12/año 6	200 000			255 000
Ajuste acumulativo de conversión de divisas:				
Saldo 1/1/año 6			B	30 000
Ajuste de conversión del año actual			G	85 000
Saldo 31/12/año 6				115 000
Capital total de los accionistas	500 000			700 000
Pasivos y capital totales	2 000 000			2 800 000
Estado de resultados				
Ventas	5 000 000	1.3	A	6 500 000
Costo de las ventas	(4 000 000)	1.3	A	(5 200 000)
Depreciación	(300 000)	1.3	A	(390 000)
Otros gastos	(550 000)	1.3	A	(715 000
Utilidad neta	150 000			195 000

**Código o explicación de la conversión:*
C = Tasa actual. *B = Saldo en dólares de Estados Unidos a principios del periodo.*
H = Tasa histórica. *F = Conforme al estado de resultados.*
A = Tasa promedio. *G = Cantidad necesaria para el balance de los estados financieros.*

3. Obsérvese que después de que la utilidad neta convertida de 195 000 dólares del año 6 se suma a las ganancias retenidas en el balance, se debe insertar un ajuste de conversión de 85 000 dólares para equilibrar la declaración. Cuando este ajuste de conversión del año actual (crédito) de 85 000 dólares se suma al saldo de crédito inicial de 30 000 dólares de la cuenta

de Ajuste acumulativo de conversión de divisas, el saldo final es igual a un crédito de 115 000 dólares. Éste es el saldo inicial de esta cuenta de capital para el 1 de enero del año 7.

Análisis de la ganancia o pérdida de la conversión

El empleo de la conversión de tasa actual origina una cifra de equilibrio de 85 000 dólares en el balance convertido. Esta ganancia de la conversión de 85 000 dólares para BritCo se suma a la cuenta de Ajuste acumulativo de conversión de divisas en capital. Los cambios en la tasa de cambio no afectan las cuentas convertidas a los tipos históricos, debido a que esas cuentas se asignan a la cantidad en dólares prevaleciente en el momento en que se originaron. Conforme a ello, las ganancias y pérdidas de la conversión se originan de la conversión de activos y pasivos a la tasa actual. Puesto que las compañías convierten las cuentas de capital a los tipos históricos, los activos netos restantes convertidos a los tipos actuales son los que están expuestos al riesgo de cambios en los tipos de cambio. Si el dólar se fortalece contra la moneda extranjera, el valor en dólares de los activos extranjeros netos disminuye y produce pérdidas de cambio. Si el dólar se debilita contra la moneda extranjera, el valor en dólares de los activos netos extranjeros se incrementa y produce ganancias del cambio; éste es el caso de BritCo en el año 6.

La ganancia de conversión de 85 000 dólares para BritCo, que se calculó indirectamente, también se puede calcular directamente. Se parte de la posición inicial de activos netos de £350 000 (acciones de capital de £300 000 + ganancias retenidas de £50 000). Después se multiplica el saldo inicial de activos netos por el cambio en la tasa de cambio entre principios y finales del año –en el ejemplo, lo anterior es un incremento de 0.20 de dólar (1.40 dólar − 1.20 dólar) por libra esterlina–. A causa de que los activos netos se incrementan en el año 6, todo el saldo inicial está expuesto al cambio en la tasa de cambio para el año, lo que genera una ganancia de 70 000 dólares para esta parte de los activos netos (calculados como £350 000 × 0.20 dólar). La segunda parte implica el *cambio* en los activos netos durante el año. Aquí, se multiplica el cambio por la diferencia entre la tasa a finales del año (1.40 dólar) y la tasa prevaleciente en la fecha o fechas en que ocurren los cambios. En el ejemplo de BritCo, se sabe que el cambio ocurre debido al ingreso ganado. Las partidas de ingreso y gasto se convierten a la tasa de cambio promedio (1.30 dólar). Por consiguiente, se multiplica el incremento en activos netos por la diferencia entre la tasa a finales del año y la tasa promedio (1.40 dólar − 1.30 dólar), es decir 0.10 de dólar. Es posible calcular la ganancia de la conversión directamente de la siguiente manera:

Ganancia de la conversión sobre los activos netos iniciales (£350 000 × [1.40 dólar − 1.20 dólar])	70 000	dólares
Ganancia de la conversión sobre el incremento en activos netos para el año 6 (£150 000 × [1.40 dólar − 1.30 dólar])	15 000	
Ganancia total de la conversión	85 000	dólares

Cuando la causa de un cambio en los activos netos para el año se debe a razones distintas de las relacionadas con las operaciones, la compañía necesita identificar las razones junto con el tipo de cambio para la conversión. Estos ajustes entran en el cálculo de la ganancia o pérdida de la conversión de acuerdo con los procedimientos anteriores.

Contabilidad de inversiones extranjeras por la compañía matriz

Cuando la compañía matriz contabiliza la inversión en una subsidiaria extranjera utilizando el método de participación, la matriz registra su parte proporcional del ajuste de conversión. En el ejemplo, DollarCo hace las siguientes entradas en el año 6 (en dólares de Estados Unidos).

Inversión en BritCo	195 000	
Capital en ganancias de la subsidiaria		195 000
Para registrar el capital en las ganancias de BritCo (£150 000 × 1.3).		
Inversión en BritCo	85 000	
Ajuste de conversión		85 000
Para registrar el ajuste de conversión del año actual.		

Si DollarCo vende su inversión en BritCo el 1 de enero del año 7, entonces DollarCo: 1) registra una ganancia o pérdida sobre la diferencia entre el producto de la venta y el valor (en libros) registrado de la inversión, y 2) transfiere la cuenta de Ajuste acumulativo de conversión de divisas, con un saldo de crédito de 115 000 dólares, a ingreso.

ANÁLISIS DE LAS IMPLICACIONES EN LA CONVERSIÓN DE DIVISAS

La contabilidad para la conversión de divisas es objeto de controversia, en parte debido a la dificultad y complejidad de la conversión. El análisis requiere una comprensión tanto de los apuntalamientos económicos como de la mecánica contable para evaluar y predecir los efectos de los cambios en la tasa de la moneda sobre la posición financiera de una compañía.

El método temporal de conversión es muy fiel al y compatible con el modelo de contabilidad del costo histórico. Conforme a este método, las partidas no monetarias como inmuebles, planta, equipo e inventarios se declaran a las cantidades convertidas en dólares en la fecha de adquisición. De manera similar, las compañías convierten la depreciación y el costo de los bienes vendidos basándose en estos costos históricos en dólares. Puesto que las fluctuaciones en los tipos de cambio no afectan las cantidades registradas de esos activos no monetarios, la exposición a las ganancias o pérdidas de la conversión en el balance se mide por el exceso (o déficit) de los activos monetarios sobre los pasivos monetarios (que se convierten a los tipos actuales). Por ejemplo, conforme al método temporal, si una subsidiaria extranjera tiene un exceso de pasivos monetarios sobre los activos monetarios (*posición elevada de deuda*), entonces prevalecen las siguientes relaciones:

Dólar frente a moneda local	Efecto de la conversión en el balance
El dólar se fortalece	Ganancia
El dólar se debilita	Pérdida

Si una subsidiaria extranjera tiene un exceso de activos monetarios sobre los pasivos monetarios (*posición elevada de capital*), entonces aparecen las relaciones siguientes:

Dólar frente a moneda local	Efecto de la conversión en el balance
El dólar se fortalece	Pérdida
El dólar se debilita	Ganancia

A las compañías por lo general no les agradan las ganancias y pérdidas de conversión sujetas a variación en entornos económicos, como con el método temporal. Les desagrada todavía más el registro de esas ganancias y pérdidas impredecibles en la utilidad neta, lo que produce volatilidad de las ganancias. Se debe reconocer que las críticas de la compañía no son tan intensas cuando el proceso de conversión resulta en ganancias en vez de pérdidas.

Las prácticas actuales *no* siguen el método temporal, *excepto* en dos casos:

1. Cuando una entidad extranjera es simplemente una extensión de la matriz.
2. Cuando una hiperinflación hace que la conversión de activos no monetarios sea a valores registrados irrealmente bajos debido a que se utiliza el tipo actual. Por consiguiente, la moneda extranjera pierde su utilidad y se utiliza una moneda más estable.

La práctica actual por lo general utiliza el método actual. Este enfoque introduce selectivamente la contabilidad del valor actual. También permite que las ganancias y pérdidas pasen por alto la declaración de la utilidad neta (que en vez de eso, se registra en ingreso total). Esto elimina de las operaciones actuales algunos efectos de riesgo de las actividades internacionales y los riesgos de las fluctuaciones en los tipos de cambio. Sin embargo, aun cuando aísla el ingreso de las ganancias y pérdidas de la conversión del balance, el método del tipo actual introduce una diferente exposición a la conversión. Es decir, aunque la exposición a la conversión en el caso del método temporal se mide por la diferencia entre activos monetarios y pasivos monetarios, la exposición a la conversión para el enfoque de la moneda funcional se mide por el *volumen de la inversión neta*. Esto se debe a que todas las partidas del balance, excepto el capital, se convierten al tipo actual. Esto se ilustra a continuación.

SwissCo, una subsidiaria de AmerCo, inició sus operaciones el 1 de enero del año 1, con un balance en euros (€) como sigue:

	€		€
Activos		**Pasivos y capital**	
Efectivo	100	Cuentas por pagar	90
Partidas por cobrar	120	Acciones de capital	360
Inventario	90		
Activos fijos	140		
Activos totales	450	Pasivos y capital totales	450

El estado de resultados para el ejercicio fiscal que terminó el 31 de diciembre del año 1 es:

	€
Ventas	3 000
Costo de las ventas (incluida la depreciación de FS 20)	(1 600)
Otros gastos	(800)
Utilidad neta	600

El balance al 31 de diciembre del año 1 es:

	€		€
Activos		**Pasivos y capital**	
Efectivo	420	Cuentas por pagar	180
Partidas por cobrar	330	Acciones de capital	360
Inventario	270	Ganancias retenidas	600
Activos fijos (netos)	120		
Activos totales	1 140	Pasivos y capital totales	1 140

Se emplean los siguientes tipos de cambio:

1 de enero, año 1	$1 = €2.0
31 de diciembre, año 1	$1 = €3.0
Promedio del año 1	$1 = €2.5

Los balances inicial y final se convierten en dólares como sigue:

	1 DE ENERO, AÑO 1			31 DE DICIEMBRE, AÑO 1		
	€	Conversión	$	€	Conversión	$
Activos						
Efectivo	100	÷2.0	50	420	÷3.0	140
Partidas por cobrar	120	÷2.0	60	330	÷3.0	110
Inventario	90	÷2.0	45	270	÷3.0	90
Activos fijos (netos)	140	÷2.0	70	120	÷3.0	40
Activos totales	450		225	1 140		380
Pasivos y capital						
Cuentas por pagar	90	÷2.0	45	180	÷3.0	60
Acciones de capital	360	÷2.0	180	360	÷2.0	180
Ganancias retenida	—		—	600	*	240
Ajuste de conversión						(100)
Pasivos y capital totales	450		225	1 140		380

**Conforme al estado de resultados, puesto que cada partida individual del ingreso se convierte en la tasa promedio, la utilidad neta en dólares es €600 ÷ 2.5 = 240 dólares.*

La cuenta del ajuste de conversión (un componente del capital como se registra en ingreso total) se calcula independientemente como:

	€	$
Capital total (igual a activos netos)		
En euros al 31 de diciembre del año 1	€960	
Convertido en dólares a finales del año (÷ 3.0)		$ 320
Menos:		
Acciones de capital al 31 de diciembre, año 1, según el balance convertido (en dólares)		(180)
Saldo de ganancias retenidas al 31 de diciembre del año 1, según el balance convertido (en dólares)		(240)
Ajuste de conversión, pérdida		$(100)

Basándose en este ejemplo, es posible hacer varios razonamientos del análisis. En primer lugar, el ajuste de conversión (pérdida de 100 dólares en el año 1) se determina a partir de la inversión neta en SwissCo a finales del año 1 (€690) multiplicada por el cambio en los tipos de cambio. El tipo de cambio disminuye de €2.0 por dólar para las acciones de capital, y de €2.5 por dólar para ganancias retenidas, al tipo de cambio de €3.0 por dólar a finales del año. En consecuencia, la inversión en € expresada en dólares sufre una pérdida de 100 dólares. Esto es intuitivo, cuando una inversión se expresa en una moneda extranjera y esa moneda se debilita en relación con el dólar, entonces el valor de la inversión (en dólares) disminuye. Ocurre lo contrario si esa moneda se fortalece.

En segundo, de acuerdo al método de tipo actual, la conversión de la moneda afecta al capital (pero no al ingreso). Como tal, este enfoque afecta, entre otras razones, la razón de deuda a capital (y potencialmente pone en peligro los convenios de deuda) y el valor en libros por acción del balance convertido (pero no del balance en moneda extranjera). Debido a que el capital representa la medida de la exposición a la ganancia o pérdida de la conversión del

balance conforme a este enfoque, esa exposición es potencialmente más grande que con arreglo al método temporal, en particular en el caso de una subsidiaria financiada con un nivel bajo de deuda y elevado de capital. El análisis estima el efecto del ajuste de conversión multiplicando el capital a finales del año por el cambio estimado en el tipo de cambio de un periodo a otro.

En tercero, es posible examinar el efecto de un cambio en los tipos de cambio sobre la conversión del estado de resultados. Si se supone que en el año 2 SwissCo declara el mismo ingreso, pero que el € se *debilita* más a €3.5 por dólar (el promedio para el año), entonces el ingreso convertido suma un total de €600 ÷ 3.5 = 171 dólares, o sea una disminución de 69 dólares con respecto a la cifra de 240 dólares del año 1. Esta pérdida se reflejaría en el estado de resultados convertida. En contraste, si el € se *fortalece* a €2.0 por dólar (el promedio para el año), el ingreso convertido suma un total de €600 ÷ 2.0 = 300 dólares, o sea una ganancia de 60 dólares en relación con los 240 dólares del año 1. Esta ganancia se refleja en la utilidad neta y reconoce que el ingreso ganado en € vale más dólares. Conforme al método del tipo actual, el ingreso convertido varía directamente con los cambios en los tipos de cambio. Esto hace que el estimado del efecto de la conversión del estado de resultados sea más fácil.

En el análisis se debe estar consciente de que la utilidad neta también incluye los resultados de las conversiones de divisas completadas. Además, cualquier ganancia o pérdida sobre la conversión de una cuenta por pagar de la subsidiaria a la matriz (que no es de una naturaleza a largo plazo) fluye a través de la utilidad neta.

Una baja considerable en el dólar en relación con muchas monedas importantes tiene el efecto de incrementar la utilidad neta registrada de las subsidiarias consolidadas extranjeras. Con frecuencia también incrementa el capital, en ciertos casos en cantidades considerables. Este efecto disminuye las medidas, como el rendimiento sobre el capital. Si se supone que el dólar recupera su valor, los resultados son lo contrario y producen una utilidad neta declarada más baja.

Aun cuando la práctica actual produce fluctuaciones menores en la utilidad neta en relación con las fluctuaciones en los tipos de cambio, produce cambios considerables en el capital debido a los cambios en la cuenta del ajuste de conversión acumulativo (CTA: Cumulative translation adjustment). En el caso de las compañías con una amplia base de capital, posiblemente esos cambios sean insignificantes. Pero en el caso de las compañías con una pequeña base de capital, esos cambios, que reducen todavía más el capital, producen efectos potencialmente grandes sobre la razón de deuda a capital y otras razones. Lo anterior pone a una compañía en peligro de violar sus convenios de deuda, u otras restricciones basadas en la contabilidad. La exposición a los cambios en el CTA depende del grado de exposición de los activos netos de la subsidiaria extranjera a los cambios en los tipos de cambio. Las compañías disminuyen esta exposición reduciendo los activos netos de sus subsidiarias extranjeras. Esto se logra retirando la inversión extranjera por medio de dividendos, o sustituyendo el capital por deuda extranjera. Es necesario reconocer que un creciente saldo de débito en el CTA a menudo es representativo de una falla en la administración apropiada de la exposición al riesgo de divisas. Esto es el resultado de inversiones denominadas en monedas persistentemente débiles, entre otras razones.

APÉNDICE 5B. ANÁLISIS DEL RENDIMIENTO DE LA INVERSIÓN

AJUSTES A LOS ESTADOS FINANCIEROS

¿Qué ajustes causados por los valores de inversión se necesitan hacer al determinar el ingreso económico y el ingreso permanente? Téngase presente que el ingreso económico incluye todos los cambios en la riqueza de los accionistas. Esto significa que todos los componentes del ingreso de inversiones (interés, dividendos y ganancias y pérdidas realizadas y no realizadas) para todas las clases de valores de inversión se deben incluir cuando se determina el ingreso económico. Puesto

que el ingreso total incluye las ganancias y pérdidas no realizadas sólo de valores comerciables y disponibles para su venta, se debe ajustar el ingreso general para que incluya las ganancias y pérdidas no realizadas de valores retenidos hasta su vencimiento.[1] Las ganancias y pérdidas no realizadas sobre valores retenidos hasta su vencimiento se aclaran en las notas.

La determinación del ingreso permanente es más complicada y se calcula como sigue:

$$\text{Ingreso permanente de la inversión} = \text{ROI esperado} \times (\text{Valor justo inicial de la inversión} + \text{Valor final de la inversión})/2$$

El rendimiento esperado sobre la inversión (ROI: Return on investment) para la cartera de valores retenidos por la compañía se calcula como sigue: ROI esperado = ROI requerido + Desviación histórica del ROI realizado menos el ROI requerido. El ROI requerido es el costo promedio ponderado del capital para la cartera de inversiones de la compañía, dada la composición de riesgo y activos. El componente de la desviación histórica refleja el desempeño de las inversiones de la compañía. Es importante considerar una historia suficientemente larga para eliminar los efectos transitorios de este componente (en la siguiente sección se examina el cálculo del ROI realizado).

Después, ¿qué ajustes se deben hacer en el balance? Los valores comerciables y disponibles para su venta se registran actualmente al valor justo, mientras que los valores retenidos hasta su vencimiento se declaran al costo. Para propósitos del análisis, se necesita que todos los valores de inversión (incluyendo los retenidos hasta su vencimiento) se registren al valor justo en el balance. En consecuencia, es necesario ajustar los valores retenidos hasta su vencimiento al valor justo. Téngase presente que es necesario hacer ajustes de compensación al capital para reflejar cualquier ajuste al valor justo.

EVALUACIÓN DEL DESEMPEÑO DE LA INVERSIÓN

Una de las tareas importantes del análisis es la evaluación del desempeño de la inversión. Esta tarea es importante en particular para las compañías en las cuales la inversión constituye una porción grande del ingreso. Por ejemplo, el desempeño de la inversión es uno de los factores más importantes para el éxito con bancos, compañías de seguros y otras instituciones financieras. El desempeño de los valores de inversión se valúa utilizando un sistema de rendimiento sobre la inversión (ROI), que se define ampliamente como el ingreso de inversión realizado para el periodo, dividido entre la base promedio de la inversión:

$$\text{ROI realizado} = \frac{\text{Ingreso de la inversión}}{(\text{Valor justo inicial de la inversión} + \text{Valor justo final de la inversión})/2}$$

El ingreso de la inversión, o numerador, se compone de tres partes: Ingreso de interés (y dividendos) + Ganancias y pérdidas realizadas + Ganancias y pérdidas no realizadas. Obsérvese que el ROI para los valores de inversión se basa en valores justos, tanto para determinar el ingreso de la inversión (incluidas ganancias y pérdidas no realizadas) como para medir la base promedio de la inversión (utilizando los valores justos de las inversiones). Esto significa que la evaluación del desempeño de la inversión no se limita únicamente al análisis de las cantidades realizadas.

En la figura 5B.1 se calcula el rendimiento sobre la inversión de Coca-Cola para el año 9. Primero se determina el ingreso de inversión de Coca-Cola como sigue: el ingreso de interés y dividendos según se registra en el estado de resultados *más* ganancias y pérdidas realizadas (decla-

[1] Algunos argumentan que es incorrecto incluir en el ingreso las ganancias y pérdidas no percibidas de valores retenidos hasta su vencimiento, puesto que la compañía no pretende vender esos valores hasta su vencimiento y, por tanto, las fluctuaciones en los valores de mercado de esos valores no tienen ninguna consecuencia. Este argumento es erróneo. Es cierto que las *futuras realizaciones* de un valor que no se espera vender seguirán siendo constantes. Sin embargo, el *valor presente* de esas futuras realizaciones cambiará con los cambios en las tasas de interés esperadas, que es lo que se refleja en los precios de mercado actuales de los valores.

Evaluación del desempeño de la inversión, Coca-Cola ***Figura 5B.1***

	Retenidos hasta su vencimiento	Disponibles para la venta	Total
Ingreso de la inversión (año 9)			
Ingreso de interés y dividendos	$ 219	$ —	$ 219
Ganancias y pérdidas realizadas	—	—	—
Ganancias y pérdidas no realizadas	—	(70)	(70)
Total antes de impuestos	219	(70)	149
Ajuste de impuestos (33%)	(72)	23	(49)
Total después de impuestos	$ 147	$ (47)	$ 100
Base promedio de la inversión (año 8)			
Valor justo en el año 8	$1 591	$526	$2 117
Valor justo en el año 9	1 431	422	1 853
Promedio	$1 511	$474	$1 985
Rendimiento sobre la inversión (ROI)			
Antes de impuestos	14.5%	−14.8%	7.5%
Después de impuestos	9.7%	−9.9%	5.0%

radas en las notas como sin importancia) *más* ganancias y pérdidas no realizadas según se declaran en ingreso general.[2] También se efectúa un ajuste para impuestos utilizando la tasa efectiva de impuestos de la compañía de 33%. Después, la base promedio de la inversión se calcula a partir de los valores justos inicial y final. Por último, se calcula el ROI de Coca-Cola. Para los valores totales de esta compañía es 7.5% antes de impuestos y 5% después de impuestos. El rendimiento antes de impuestos del ROI total de 7.5% se compone de un rendimiento antes de impuestos de 14.5% (negativo 14.8%) sobre los valores retenidos hasta su vencimiento (disponibles para su venta). La pérdida sobre los valores disponibles para su venta se debe principalmente a las inversiones de capital en compañías embotelladoras. Además, el rendimiento antes de impuestos de 14.5% es especialmente elevado, en particular cuando la mayoría de esos valores tienen un vencimiento en extremo corto. Esto se podría explicar recurriendo a uno de los siguientes puntos, o a ambos: 1) el ingreso de interés según se registra en el estado de resultados podría incluir un ingreso de interés de otras fuentes, 2) el valor justo de los valores retenidos hasta su vencimiento en el balance actual podría ser mucho más bajo que el saldo diario. La segunda posibilidad es la más probable debido a la estacionalidad del negocio de Coca-Cola, en particular porque los valores en esta clase son predominantemente a corto plazo.

¿Cómo se evalúa el desempeño de la inversión de Coca-Cola, o de cualquier otra compañía? Un enfoque consiste en comparar el ROI realizado con el ROI requerido (costo promedio ponderado del capital) basándose en la composición y el riesgo de las clases de activos en la cartera. Sin embargo, este método le atribuye los movimientos transitorios del mercado al desempeño de la inversión. Otra opción es comparar el ROI realizado con un hito (benchmark) del ROI –en este caso, el ROI meta es el ROI realizado para una cartera con un perfil de riesgo similar para el periodo que se está analizando–.

[2] Obsérvese que el ingreso general no incluye las ganancias y pérdidas no percibidas de los valores retenidos hasta su vencimiento. Puesto que Coca-Cola no registra ninguna ganancia o pérdida no percibidas sobre los valores retenidos hasta su vencimiento, se emplean las ganancias y pérdidas no percibidas registradas en ingreso general. Si una compañía asienta las ganancias y pérdidas no percibidas de los valores retenidos hasta su vencimiento, es necesario incluirlas cuando se determina el rendimiento sobre la inversión. Las ganancias y pérdidas no percibidas de valores retenidos hasta su vencimiento se obtienen determinando la diferencia entre las ganancias y pérdidas no percibidas iniciales y finales de los valores retenidos hasta su vencimiento, divulgadas en las notas.

RESPUESTAS DE ORIENTACIÓN PARA LOS PUNTOS DE VISTA DEL ANÁLISIS

COMPETIDOR

A Toys 'R' Us le preocupa la amenaza representada por el contrato Marvel/Toy Biz para sus futuras ventas de juguetes y juegos. La divulgación de los estados financieros de este contrato es útil no sólo para aquellos interesados en Marvel y Toy Biz, sino también (y en algunos casos todavía más) para los competidores, como Toys 'R' Us. Gracias a este contrato, los juguetes basados en los personajes de Marvel son una de las principales líneas de figuras de acción para niños, y Toy Biz introdujo recientemente las historietas ilustradas interactivas de Marvel en CD-ROM. Posiblemente, en la actualidad Toy Biz sea una de las compañías de juguetes y juegos de crecimiento más rápido y sus valores están registrados en la Bolsa de Valores de Nueva York. La razón de la adquisición por Marvel de 46% de los valores de capital en Toy Biz es contar con alguna influencia sobre las actividades comerciales de Toy Biz, en particular porque éstas tienen que ver con productos relacionados con Marvel. También es una oportunidad para que Marvel amplíe sus operaciones utilizando los conocimientos y la experiencia de Toy Biz y, de esta manera, reducir el riego de la inversión.

ANALISTA

Según parece, la DI (Distribución de Ingresos) requeriría la consolidación de muchas de las embotelladoras en la categoría 2, aquellas en las cuales Coca-Cola no tiene una propiedad de control. Es difícil medir con precisión el efecto de la consolidación sobre las razones de solvencia. No obstante, es probable que la consolidación origine razones de solvencia que se reflejen en una forma menos favorable sobre Coca-Cola.

ABOGADO

Su cliente necesita informarse acerca de la distinción entre "esencia económica" y "responsabilidad legal". El propósito de los estados financieros consolidados es reconocer a toda la entidad de negocios bajo un control centralizado. La esencia económica indica que todas las subsidiarias bajo el control de una matriz son responsabilidad de ésta y se deben declarar como tales, lo que genera estados financieros consolidados. La responsabilidad legal *no* es lo mismo. Los accionistas, como su cliente (y NY Research Labs), *no* son responsables de las pérdidas en las cuales se haya incurrido debido a las demandas legales contra Boston Chemicals Corporation. Los riesgos de los accionistas por lo general sólo se extienden a sus inversiones en las acciones de una corporación. Para resumir, NY Research Labs no es responsable de las demandas legales de Boston Chemicals debido a la consolidación. Sin embargo, la cantidad de la inversión de NY Research Labs en acciones comunes de Boston Chemicals está sujeta al riesgo planteado por esas demandas legales.

BANQUERO INVERSIONISTA

En este caso hay dos aspectos importantes. En primer lugar, usted requiere una divulgación completa y precisa de la oferta de acciones de su cliente conforme a las prácticas contables aceptadas. Esto requiere que usted analice los estados financieros de LA Delivery para asegurarse de que se apegan a los principios contables aceptados. En este aspecto, usted tiene la seguridad total. En segundo, no independiente del primer punto, usted requiere que su cliente no esté declarando su posición financiera en forma errónea. Esto es importante para la reputación y las futuras oportunidades de negocios de usted como banquero inversionista. He aquí el dilema. LA Delivery declara en la forma apropiada sus estados financieros utilizando la contabilidad de combinación para su adquisición de Riverside Trucking. Sin embargo, usted sabe por su análisis que esa contabilidad de combinación no refleja totalmente la esencia económica de esta operación. De manera más específica, usted espera que las acciones comunes obtengan un precio considerablemente más elevado de lo que sugieren los aspectos fundamentales. Para aceptar este compromiso, a usted le gustaría declarar los estados financieros proforma de LA Delivery suponiendo una contabilidad de *compra* para Riverside Trucking. De esta manera usted se siente tranquilo al representar con exactitud la esencia económica de la posición financiera de su cliente. Si LA Delivery se niega a divulgar cualquier información adicional a la que se requiere conforme a las prácticas aceptables, tal vez usted se sienta obligado a rechazar esta operación.

PREGUNTAS

5-1. Describa los procedimientos contables que establecen la valuación y presentación de inversiones permanentes. Distinga entre la contabilidad para inversiones en valores de capital de una entidad participada cuanto tiene *a*) menos de 20% de las acciones con derecho de voto en circulación y *b*) 20% o más de las acciones con derecho de voto en circulación.

5-2. *a*) Evalúe la contabilidad para inversiones cuando se tiene entre 20 y 50% de valores de capital de una entidad participada, desde el punto de vista de un analista de los estados financieros.

b) ¿Cuándo se reconocen las pérdidas en inversiones de valores no en circulación? Evalúe la contabilidad que determina el reconocimiento de esas pérdidas.

5-3. Describa los puntos débiles y las incongruencias en la contabilidad para inversiones en valores no en circulación que son pertinentes para propósitos de análisis.

5-4. Muchos inversionistas consideran las inversiones en acciones que no tienen influencia (acciones compradas para ganar un rendimiento en comparación con acciones compradas para adquirir influencia sobre otra entidad con propósitos estratégicos) como una señal para vender acciones. ¿Por qué una inversión en acciones que no tienen influencia se percibiría como una señal negativa acerca de las perspectivas de una compañía?

5-5. Distinga entre actividades de cobertura y especulativas respecto a los derivados.

5-6. Describa un contrato de futuros.

5-7. Describa un contrato *swap.* ¿En qué forma utilizan las compañías los *swaps* comúnmente?

5-8. Describa un contrato de opción. ¿Cuándo es probable que se ejerza una opción?

5-9. ¿Qué es una operación de cobertura?

5-10. ¿Cuándo califica un valor derivado para la contabilidad de cobertura conforme a la *SFAS 133*?

5-11. Dé un ejemplo de una cobertura del flujo de efectivo y un ejemplo de una cobertura del valor justo.

5-12. Describa el trato contable para las coberturas del valor justo y las coberturas del flujo de efectivo.

5-13. Describa el trato contable para los derivados especulativos.

5-14. Evalúe la siguiente declaración desde el punto de vista de un análisis: "Una compañía matriz no es responsable de los pasivos de sus subsidiarias, ni posee los activos de sus subsidiarias. Como tal, los estados financieros consolidados distorsionan las realidades legales."

5-15. Describa la información importante divulgada potencialmente en los estados financieros de la matriz y las compañías subsidiarias individuales que no se encuentra en los estados financieros consolidados.

(Adaptado de CFA)

5-16. Identifique y explique algunas de las limitaciones importantes de los estados financieros consolidados.

5-17. La nota a continuación aparece en los estados financieros de Best Company para el periodo que terminó el 31 de diciembre del año 1:

> Suceso siguiente al 31 de diciembre del año 1: En enero del año 2, Best Company adquirió Good Products, Inc., y sus afiliadas mediante la emisión de 48 063 acciones de capital común. Los activos netos de las compañías combinadas suman 1 016 198 dólares y la utilidad neta para el año 1 es de 150 000 dólares. Según el grado en que las compañías adquiridas ganen más de un millón de dólares durante los cinco años siguientes, se requiere que Best Company emita acciones adicionales que no excedan de 151 500 y se limiten a un valor de mercado de dos millones de dólares.

a) Explique si esta divulgación es necesaria y adecuada.
b) Si Good Products, Inc. se adquiere en diciembre del año 1, ¿a qué precio registra Best Company esta adquisición? (*Nota:* las acciones de Best Company se cotizaban en 22 dólares en la fecha de adquisición.)
c) Explique la contingencia de una consideración adicional.
d) Si la contingencia se materializa al límite máximo, ¿en qué forma registra Best Buy esta inversión?

5-18. Describa cómo determina usted el valor de los activos adquiridos en una compra cuando:

a) Los activos se adquieren incurriendo en pasivos.

b) Los activos se adquieren a cambio de acciones comunes.

5-19. Desde el punto de vista del análisis, ¿es preferible la contabilidad de combinación o la contabilidad de compra para una combinación de negocios? Explique con referencia al balance general y el estado de resultados.

5-20. Suponga que una compañía determina en forma apropiada el costo total de una entidad adquirida. Explique la forma en la cual la compañía asigna este costo total a los siguientes activos.
a) Crédito comercial (goodwill).
b) Crédito comercial negativo (compra en liquidación).
c) Títulos y valores comerciables.
d) Cuentas por cobrar.
e) Artículos terminados.
f) Artículos en proceso.
g) Materia prima.
h) Planta y equipo.
i) Terreno y reservas minerales.
j) Cuentas por pagar.
k) Crédito comercial registrado por la compañía adquirida.

5-21. Describa el procedimiento de análisis disponible para ajustar un estado de resultados utilizando la contabilidad de acumulación, de manera que sea comparable con un Estado de resultados utilizando la contabilidad de compra.

5-22. Cuando se efectúa una adquisición contabilizada como una compra a cambio de acciones u otros valores de capital, explique a qué debe estar alerta el analista.

5-23. Resources, Inc., ha iniciado un agresivo programa de adquisición de compañías competidoras mediante el cambio de acciones comunes.
a) Explique en qué forma un programa de adquisiciones podría contribuir al índice de crecimiento en las ganancias por acción de Resources, Inc.
b) Explique en qué forma las declaraciones de ingresos de los años anteriores se podrían ajustar para reflejar la tendencia de las ganancias potenciales futuras de las compañías combinadas.

5-24. Cuando un balance declara una cantidad considerable en dólares para crédito comercial, examine qué aspectos tienen conexión con el análisis.

5-25. Indique los factores que pueden alterar los estimados para los periodos de beneficio de activos intangibles.

5-26[A]. Identifique y examine las principales provisiones de la contabilidad para la conversión de divisas.

5-27[A]. Considere los principales objetivos de una práctica contable actual que implique una conversión de divisas.

5-28[A]. Identifique y examine por lo menos tres implicaciones del análisis de estados financieros que resultan de la contabilidad para la conversión de divisas.

EJERCICIOS

EJERCICIO 5-1
Razones para clasificar los valores de inversión

Un elemento importante en la contabilidad para valores de inversión concierne a la distinción entre la clasificación actual y no actual.

Se requiere:

a) ¿Por qué la mayoría de las compañías mantienen una cartera de inversión que consiste en valores tanto actuales como no actuales?

b) ¿Qué factores debe considerar un analista cuando evalúa si las inversiones en valores de capital comerciables están clasificadas en forma apropiada como actuales o no actuales? ¿En qué forma afectan estos factores el trato contable para las pérdidas no realizadas?

Microsoft Corporation

EJERCICIO 5-2
Análisis de las inversiones de Microsoft

Refiérase a la figura 5.5 para responder a las siguientes preguntas acerca de **Microsoft Corporation**.

a) Microsoft declara ganancias y pérdidas no realizadas sobre sus valores. Conforme a ello, la base del costo de la inversión es asignada de acuerdo al mercado (marked to market). Como resultado, ¿qué tipo de cuenta se incrementa o disminuye (cuenta de activos, cuenta de pasivos, cuenta de otras ganancias, cuenta de otras pérdidas, o cuenta de capital)?

b) Si las inversiones de Microsoft fueran en valores comerciables, ¿qué tipo de cuenta se habría incrementado o disminuido cuando la cuenta de la inversión se asigna de acuerdo al mercado (marked to market)?

c) Puesto que Microsoft designa su cartera de valores como disponible para su venta, ¿qué posibilidades existen de que la compañía administre las ganancias utilizando sus inversiones?

EJERCICIO 5-3
Valores de inversión

Una compañía puede tener inversiones de interés pasivo (sin influencia), inversiones con una influencia considerable, o valores retenidos hasta su vencimiento.

Se requiere:

a) Describa la base de la valuación sobre la cual se registran estos tipos de inversiones en el balance.

b) Si el tipo de inversión se asienta al valor justo, indique dónde se registra cualquier fluctuación del valor (utilidad neta o ingreso general).

c) ¿Cuál es la razón fundamental de registrar al costo los valores retenidos hasta su vencimiento? ¿Esta razón tiene un sentido económico?

(Adaptado de CFA)

EJERCICIO 5-4
Interpretación de la contabilidad para combinaciones de negocios

Spellman Company adquiere 90% de Moore Company en una combinación mercantil. Se conviene en la consideración total, pero todavía no se ha especificado la naturaleza exacta del pago de Spellman. Esta combinación de negocios se contabiliza como una compra. Se espera que en la fecha de la combinación mercantil, el valor justo excederá el valor en libros de los activos de Moore, menos los pasivos. Spellman desea preparar unos estados financieros consolidados que incluyan los estados financieros de Moore.

Se requiere:

a) Explique en qué forma el método contable para una combinación comercial afecta el hecho de si se registra o no el crédito comercial.

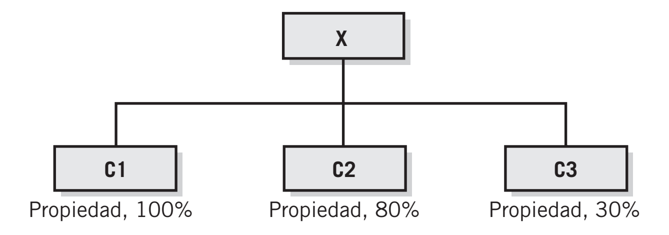
b) Si se registra el crédito comercial, explique cómo se determina la cantidad del crédito comercial.

c) Desde un punto de vista teórico, explique por qué se deben preparar estados financieros consolidados.

d) Desde un punto de vista teórico, identifique la primera condición necesaria antes de que se preparen los estados financieros consolidados.

EJERCICIO 5-5
Análisis e interpretación de las inversiones entre corporaciones

El diagrama que aparece a continuación describe a la Compañía X (la compañía matriz o inversionista), a sus dos subsidiarias C1 y C2, y a su afiliada C3 "de propiedad de 50% o menos". Cada una de las compañías sólo tiene un tipo de acciones en circulación y no hay otros accionistas importantes ni en C2 ni en C3. Las cuatro compañías se dedican a actividades comerciales e industriales.



Se requiere:

a) Explique si cada una de las compañías separadas lleva registros contables diferentes.

b) Identifique el tipo de estados financieros que prepara cada compañía para la declaración financiera.

c) Suponga que usted tiene la capacidad de imponer sus demandas de administración, y describa el tipo de información de los estados financieros acerca de estas compañías (separadas o consolidadas) que solicitaría.

d) Explique lo que registra la Compañía X entre sus activos concernientes a la subsidiaria C1.

e) En el balance consolidado, explique cómo se registra el porcentaje de 20% de C2 que *no* es propiedad de la Compañía X.

f) Identifique la operación que es necesaria antes de que C3 se incluya renglón por renglón en los estados financieros consolidados.

g) Si se declaran estados financieros combinados en los casos de C1 y C2, examine la necesidad de cualquier eliminación de entradas.

EJERCICIO 5-6[A]
Interpretación de los efectos de la moneda funcional

Bethel Company tiene una subsidiaria extranjera de propiedad total, Home Brite Company. La matriz utiliza el método del tipo actual para calcular los ajustes acumulativos de conversión.

Se requiere:

Explique en qué forma el método del tipo actual afecta a cada uno de los siguientes puntos:

a) Ventas e ingreso registrados de Home Brite.

b) Cálculo de la conversión de ganancias y pérdidas.

c) Declaración de la conversión de ganancias y pérdidas.

(Adaptado de CFA)

PROBLEMAS

PROBLEMA 5-1
Divulgaciones de inversiones

Munger.Com inició sus operaciones el 1 de enero de 2006. La compañía registra la siguiente información acerca de sus inversiones al 31 de diciembre de 2006:

Activos circulantes (*miles de dólares*)	Costo	Mercado
Inversiones en valores de deuda comerciables:		
Bonos de Abe Corp. (retenidos hasta su vencimiento)	$ 330	$ 290
Bonos de Bryan Co. (disponibles para su venta)	800	825
Bonos de Caltran Co. (comerciables)	550	515
Inversiones en valores de capital comerciables:		
Disponibles para su venta	1 110	1 600
Comerciables	1 500	950

Se requiere:

COMPROBACIÓN
a) Valores totales, 4 220 dólares

a) Muestre cómo se registra cada una de estas inversiones en el balance de Munger.Com.

b) En el caso de los activos monitoreados con el mercado, indique dónde se reporta la fluctuación del valor no realizado (en utilidad neta, en ingreso general, o en ambos).

PROBLEMA 5-2
Análisis e interpretación de valores de capital comerciables

A continuación se citan cuatro casos que entrañan valores de capital comerciables:

1. Una cartera no actual de valores de capital disponibles para su venta, con un valor de mercado total en exceso del costo; incluye un valor particular cuyo valor de mercado ha disminuido a menos de la mitad del costo original.
2. El balance de una compañía no clasifica los activos y pasivos como circulantes y no circulantes. La cartera de valores disponibles para su venta incluye valores que por lo común se consideran en circulación y que tienen un costo neto excedente del valor de mercado de 2 000 dólares. El resto de la cartera tiene un valor de mercado neto en exceso del costo de 5 000 dólares.
3. Un valor de capital comerciable disponible para su venta, cuyo valor de mercado en la actualidad es menor que el costo, está clasificado como no circulante, pero se va a reclasificar como actual.
4. La cartera no circulante de valores de capital comerciables de una compañía se compone de acciones comunes de una compañía. A finales del año anterior, el valor de mercado del valor era 50% de su costo original, y este efecto se reflejó en la forma apropiada en una cuenta de Ajuste de la valuación. Sin embargo, a finales del año actual, el valor de mercado del valor se había apreciado al doble del costo original. El valor todavía se considera como no actual a finales del año.

Se requiere:

Para cada uno de estos casos, describa la forma en la cual la información proporcionada afecta la clasificación, el valor de traslado y el ingreso registrado de los valores de inversión de esa compañía.

PROBLEMA 5-3
Análisis de operaciones de valores de inversión

Los siguientes datos se tomaron del informe anual del 31 de diciembre de Bailey Company:

(miles de dólares)	2004	2005	2006
Ventas	$50 000	$60 000	$70 000
Utilidad neta	2 000	2 200	2 500
Dividendos pagados	1 000	1 200	1 500

Bailey tenía 1 000 000 de acciones en circulación durante todo el periodo y no hay un mercado público para las acciones de Bailey. Además, durante este periodo, Simpson Corp compró las acciones de Bailey en efectivo, como sigue:

1 de enero de 2004, 10 000 acciones a 10 dólares por acción
1 de enero de 2005, 290 000 acciones a 11 dólares por acción, lo que aumenta la propiedad a 300 000 acciones
1 de enero de 2006, 700 000 acciones a 15 dólares por acción, lo que resulta en la propiedad a 100% de Bailey Company

Simpson obtuvo una influencia considerable sobre la administración de Bailey en 2005. Ignore los efectos del impuesto sobre la renta y los costos de oportunidad de hacer inversiones en Bailey tocante a las siguientes encomiendas.

Se requiere:

a) Calcule los efectos de estas inversiones sobre las ventas registradas, la utilidad neta y los flujos de efectivo de Simpson para los años 2004 y 2005.

b) Calcule el valor de traslado (en libros) de la inversión de Simpson en Bailey al 31 de diciembre de 2005.

c) Identifique el método contable basado en los GAAP de Estados Unidos que utilizaría Simpson para contabilizar su inversión entre corporaciones en Bailey para 2006. Dé dos razones por las cuales se debe/debería utilizar este método contable.

COMPROBACIÓN
b) Valor en libros, 31/12/2005, 3 600 000 dólares

(Adaptado de CFA)

PROBLEMA 5-4

Burry Corporation adquiere 80% de Bowman Company a un precio de 40 millones de dólares el 1 de enero del año 6. En el momento de la adquisición, Bowman tiene activos netos totales con un valor justo de 25 millones de dólares. Para los ejercicios que terminaron el 31 de diciembre del año 6 y el 31 de diciembre del año 7, Bowman registra una utilidad neta (pérdida) y paga dividendos, como se indica a continuación:

	Utilidad neta (pérdida)	Dividendos pagados		Utilidad neta (pérdida)	Dividendos pagados
Año 6	$2 000 000	$1 000 000	Año 7	$(600 000)	$800 000

El exceso del precio de la adquisición sobre el valor justo de los activos netos adquiridos se asigna a crédito comercial. Puesto que el crédito comercial tiene una vida indefinida, no se amortiza.

Se requiere:

a) Calcule el valor de la inversión de Burry en Bowman al 31 de diciembre del año 7, conforme al método de participación.

b) Examine los puntos fuertes y débiles del estado de resultados y del balance general en cuanto a reflejar la esencia económica de esta operación y las actividades comerciales subsiguientes utilizando el método de participación.

COMPROBACIÓN
Inversión al 31 de diciembre, año 7, 39 680 000 dólares

(Adaptado de CFA)

PROBLEMA 5-5
Análisis de los efectos de los estados financieros de inversiones entre corporaciones

Los siguientes datos provienen del informe anual de Francisco Company, un fabricante especializado en empaques:

	Año 6	Año 7	Año 8
Ventas	$25 000	$30 000	$35 000
Utilidad neta	2 000	2 200	2 500
Dividendos pagados	1 000	1 200	1 500
Valor en libros por acción (finales del año)	11	12	13

Nota: Francisco tenía 1 000 acciones comunes en circulación durante todo el periodo. No hay un mercado público para las acciones comunes de Francisco.

Potter Company, un fabricante de cristalería, hizo las siguientes adquisiciones de las acciones comunes de Francisco:

1 de enero, año 6,	10 acciones a 10 dólares por acción
1 de enero, año 7	290 acciones a 11 dólares por acción, lo que aumenta la propiedad a 300 acciones
1 de enero, año 8,	700 acciones a 15 dólares por acción, lo que resulta en 100% de propiedad de Francisco

Ignore los efectos del impuesto sobre la renta y el efecto de ingreso perdido sobre los fondos utilizados para hacer esas inversiones.

Se requiere:

COMPROBACIÓN
b) 3 600 dólares al 31 de diciembre del año 7

a) Calcule los efectos de estas inversiones sobre las ventas registradas, la utilidad neta y los flujos de efectivo de Potter Company para cada uno de los años 6 y 7.

b) Calcule el valor de traslado de la inversión de Potter Company en Francisco al 31 de diciembre del año 6 y al 31 de diciembre del año 7.

c) Examine la forma en la cual Potter Company contabiliza su inversión en Francisco durante el año 8. Describa cualquier información adicional necesaria para calcular el efecto de esta adquisición sobre los estados financieros de Potter Company del año 8.

(Adaptado de CFA)

PROBLEMA 5-6
Interpretación de los balances pro forma conforme a la contabilidad de compra y de combinación

Su supervisor le pide que analice la compra potencial de Drew Company por su empresa, Pierson Inc. Para ello, le proporciona la siguiente información (en millones de dólares):

	Pierson Inc., con base en el costo histórico	DREW COMPANY Con base en el costo histórico	DREW COMPANY Valor justo
Activos circulantes	$ 70	$ 60	$ 65
Terreno	60	10	10
Edificios, netos	80	40	50
Equipo, neto	90	20	40
Activos totales	$300	$130	$165
Pasivos circulantes	$120	$ 20	$ 20
Capital de los accionistas	180	110	—
Pasivos y capital totales	$300	$130	

Se requiere:

COMPROBACIÓN
a) Activos totales, 500 dólares

a) Prepare un balance pro forma combinado utilizando la contabilidad de compra. Observe que Pierson paga 180 millones de dólares en efectivo por Drew, y éste se obtiene emitiendo deuda a largo plazo.

b) Examine en qué forma las diferencias entre la contabilidad de compra y de combinación afectan las futuras ganancias registradas de la combinación de negocios Pierson/Drew.

(Adaptado de CFA)

PROBLEMA 5-7
Análisis de inversiones entre corporaciones e internacionales

Campbell Soup Company

Refiérase a los estados financieros de **Campbell Soup Company** en el apéndice A.

Se requiere:

a) Al 28 de julio del año 11, Campbell poseía 33% de Arnotts Limited. Explique dónde registra Campbell las cantidades que representan esta inversión.

b) La nota 18 contiene divulgaciones concernientes al valor de mercado de la inversión de la compañía en Arnotts Limited. Explique si este valor de mercado se refleja en los estados financieros de Campbell, además de las divulgaciones a las cuales se hace referencia.

c) En julio del año 11, Campbell adquirió las acciones restantes de Campbell Canada. Esto es además de otra adquisición durante el año 11. Describa lo que implica para propósitos de análisis la diferencia entre el precio de compra pagado por estas adquisiciones y el valor justo de mercado de los activos netos adquiridos.

COMPROBACIÓN
b) Abono a efectivo por 180.1

d) Prepare una entrada compuesta en el libro diario para registrar las adquisiciones totales en el año 11.

e) Explique las causas probables de los cambios en las cuentas del ajuste de conversión acumulativo para 1) Europa y 2) Australia.

CASOS

CASO 5-1
Entradas contables para la consolidación de inversiones entre corporaciones

Axel Corporation adquiere 100% de las acciones de Wheel Company el 31 de diciembre del año 4. La siguiente información corresponde a Wheel Company en la fecha de la adquisición:

	Valor en libros	Valor justo
Efectivo	$ 40 000	$ 40 000
Cuentas por cobrar	60 000	55 000
Inventario	50 000	75 000
Inmuebles, planta y equipo (netos)	100 000	200 000
Fórmula secreta (patente)	—	30 000
Activos totales	$250 000	$400 000
Cuentas por pagar	$ 30 000	$ 30 000
Pensiones acumuladas de empleados	20 000	22 000
Deuda a largo plazo	40 000	38 000
Acciones de capital	100 000	—
Otro capital contribuido	25 000	—
Ganancias retenidas	35 000	—
Pasivos y capital totales	$250 000	$ 90 000

Axel Corporation emite 110 000 dólares, valor nominal (350 000 dólares, valor de mercado al 31 de diciembre del año 4) de sus propias acciones a los accionistas de Wheel Company para consumar la operación, y Wheel Company se convierte en una subsidiaria consolidada de propiedad total de Axel Corporation.

Se requiere:

a) Prepare entradas en el libro diario para que Axel Corporation registre la adquisición de las acciones de Wheel Company suponiendo: 1) una contabilidad de combinación y 2) una contabilidad de compra.

b) Prepare las entradas en la hoja de trabajo para Axel Corp. a fin de eliminar la inversión en acciones de Wheel Company, como preparación para un balance consolidado al 31 de diciembre del año 4, suponiendo: 1) una contabilidad de combinación y 2) una contabilidad de compra.

c) Calcule las ganancias retenidas consolidadas al 31 de diciembre del año 4 (las ganancias retenidas de Axel en esta fecha son 150 000 dólares), suponiendo:

1) Axel Corp utiliza el método de combinación para esta combinación de negocios.
2) Axel Corp. utiliza el método de compra para la adquisición de Wheel Company.

COMPROBACIÓN
b) Cargo a inversiones en Wheel por 110 000 en 1) y por un total de 350 000 en 2).

CASO 5-2
Análisis de TYCO: ¿Agresiva o fuera de línea?

TYCO International

TYCO International fue el sujeto principal de un artículo aparecido en *Business Week* en noviembre de 1999, debido a los métodos contables relacionados con las adquisiciones de esta compañía. A mediados de octubre de 1999, el valor de mercado de Tyco disminuyó 23% en medio de las declaraciones de un analista de que la compañía estaba inflando su imagen de crecimiento utilizando artimañas contables, junto con rumores de que los auditores de Tyco renunciarían. Tyco ha gastado 30 000 millones de dólares en negocios tan sólo durante los últimos tres años –23 000 millones los ha pagado con acciones–. Esta compañía se ha enfocado en la producción de artículos tecnológicos ordinarios, entre otros sistemas de seguridad, conectores electrónicos, válvulas industriales y productos para el cuidado de la salud. Tyco dio a conocer que su utilidad neta antes de cargos especiales en el ejercicio fiscal de 1999 había aumentado a más del doble, a 2 600 millones de dólares, y que las ventas habían dado un salto de 83%, a 22 500 millones de dólares. Antes de las acusaciones, el valor de mercado de Tyco era de más de 80 000 millones de dólares, un incremento de sólo 1 700 millones de dólares en 1992.

Algunos analistas alegan que Tyco administró sus ganancias en forma agresiva, utilizando las adquisiciones para producir cifras exorbitantes. Los vendedores al descubierto (short sellers) de Wall Street desde hace mucho tiempo han murmurado acerca de la contabilidad de Tyco. Ésta es conocida como una compañía "arribista" –una empresa que utiliza el precio dominante de sus acciones para apoderarse de compañías con múltiplos precio-utilidad (PE ratio) más bajos– cuya estrategia de adquisiciones ahora está en riesgo debido a la disminución en el precio de sus acciones. Los problemas de Tyco se centran alrededor de una

contabilidad agresiva relacionada con fusiones, que incluye la reexpresión descendente de los resultados de las compañías adquiridas antes de cerrar los tratos, para hacer que sus futuros resultados se vean mejor. La mayoría de las grandes adquisiciones de Tyco se contabilizan utilizando la contabilidad de combinación. Esto significa que Tyco reexpresa sus estados financieros, fingiendo en efecto que la compañía adquirida formaba parte de Tyco mucho antes de cerrar el trato. Estas reexpresiones hacen que resulte difícil comparar un periodo con el siguiente. Para aumentar la confusión, Tyco ha aceptado 4 000 millones de dólares en cargos relacionados con fusiones en los años recientes, cambió el final de su ejercicio fiscal de diciembre a septiembre y cambió su matriz de Estados Unidos a las Islas Bermudas, donde la tasa de impuestos es más baja. Un analista afirma que Tyco está utilizando cargos enormes para crear "frascos de galletas" (cookie jars) de reservas contra los futuros gastos de operación.

De hecho, las ganancias de Tyco parecen algo menos que estelares una vez que se toman en cuenta los grandes cargos. Por medio de esos cargos, Tyco muestra gigantescas pérdidas netas en los ejercicios fiscales de 1996 y 1997 y una baja de 83% en la utilidad neta durante los nueve primeros meses de 1999. Sin embargo, la regla de Wall Street es pasar por alto esos cargos, suponiendo que las ganancias pro forma proporcionan una perspectiva mejor de unas ganancias "normalizadas".

Tyco rechaza todas las acusaciones. Su director ejecutivo dice que la SEC llevó a cabo revisiones legales y contables a fondo de las presentaciones de los tres negocios más grandes de Tyco durante los dos últimos años. El director ejecutivo también afirma que sólo seis de los 120 negocios recientes implicaron una combinación, aunque se utilizó en algunos de sus negocios más grandes. Haciendo a un lado el aspecto contable, Tyco es experta en recortar costos. Por ejemplo, Tyco ha reducido los costos anuales de operación en la suma de 200 millones de dólares en U. S. Surgical desde su adquisición en 1988. Sin embargo, los antiguos ejecutivos y los competidores de U. S. Surgical dicen que es posible que Tyco haya perdido algo de la innovación necesaria para asegurar su futuro en un negocio de suministros médicos en pleno desarrollo. Como declaró un ejecutivo, "Tenían muchos productos interesantes en camino, pero [Tyco] suspendió todo eso".

Se requiere:

a) Describa de qué manera la contabilidad relacionada con las fusiones inhibe la capacidad de un usuario de utilizar los informes contables para hacer comparaciones de un periodo a otro. ¿Es esto válido tanto para el método de compra como para el método de combinación? Explique.

b) Explique por qué una razón elevada de precio a ganancias es crucial para la estrategia de adquisiciones de Tyco.

c) ¿En qué forma los cargos relacionados con las fusiones permiten potencialmente que una compañía infle las futuras ganancias de operación? ¿Cómo puede determinar un usuario de estados financieros si esto está ocurriendo?

d) Muchas ganancias a corto plazo en las adquisiciones provienen de una reducción de costos. ¿Qué daño potencial a largo plazo puede crear la reducción de costos?

e) La controversia de Tyco es posiblemente un asunto de calidad de las ganancias, donde Tyco utilizó estratégicamente la discreción en los GAAP. ¿Por qué es tan intolerante la reacción del mercado a esta supuesta conducta?

f) Muchas compañías registran ganancias pro forma que excluyen los costos de adquisición de una sola vez y, cada vez más, la amortización del crédito comercial. Discuta la utilización de las ganancias pro forma para el análisis de los estados financieros.

CASO 5-3

Estrategias de cobertura de derivados, contabilidad y efectos económicos

Newmont Mining

Newmont Mining es el productor de oro más grande de Norteamérica y el segundo más grande en el mundo, con intereses mineros en Estados Unidos, México, Perú, Uzbekistán e Indonesia. En 1998, Newmont produjo 4.07 millones de onzas de oro y sus reservas comprobadas y probables suman un total de 52.6 millones de onzas.

El precio del oro por lo común está inversamente relacionado con el desempeño de activos financieros, como acciones y bonos. Las acciones de las minas de oro a menudo proporcionan una exposición apalancada a los movimientos en el precio del oro y, de este modo, son una cobertura conveniente contra las bajas en los mercados financieros, en especial aquéllas precipitadas por la inflación. Sin embargo, los precios del oro han seguido una tendencia descendente centenaria durante los últimos 18 años y en especial durante los tres últimos años –los precios del oro bajaron de alrededor de 400 dólares la onza a principios de 1996 a alrededor de 250 dólares la onza para mediados de 1998–. El prolongado mercado bajista del oro ha expulsado del negocio a muchas compañías mineras. Muchas otras compañías han tratado de mitigar su exposición a la baja en los precios del oro con una variedad de instrumentos derivados, como ventas *forward* y la compra y venta de opciones de oro. Algunas grandes compañías como Barrick Gold, Placer Dome y Ashanti Gold Fields han cubierto porciones considerables (superiores a 50% en algunos casos) de sus reservas de oro. Aun cuando estas estrategias de cobertura reducen el riesgo de una baja, también limitan las ganancias de una recuperación sostenida en el precio del oro.

La administración de Newmont ha evitado la cobertura de su producción debido a su filosofía de proporcionarles a sus accionistas la máxima exposición a los movimientos en el precio del oro. Hasta hace poco,

la única cobertura de Newmont correspondía a una cantidad mínima de la producción de una mina en Indonesia. La ausencia de una cobertura, combinada con la marcada baja en los precios del oro ha afectado en forma adversa la rentabilidad de Newmont. Esta disminución en la rentabilidad ocurre a pesar del éxito de Newmont en la reducción de costos –su costo de producción de menos de 180 dólares por onza es uno de los más bajos en la industria–. A medida que los precios del oro continuaron bajando, el precio de las acciones de Newmont bajó de un valor elevado de 60 dólares en 1996 a menos de 20 dólares en 1998. Los acreedores se empezaron a sentir cada vez más intranquilos por la exposición de la compañía a la baja en los precios del oro. En consecuencia, en julio y agosto de 1999 (cuando el precio del oro estaba cerca de su nivel más bajo en 20 años, de 250 dólares la onza), Newmont decidió cubrir parte de sus reservas, aunque la proporción de reservas cubiertas todavía es una de las más bajas en la industria.

El programa de cobertura de Newmont está diseñado para proteger los flujos de efectivo a corto plazo en caso de cualquier baja adicional en el precio del oro, pero para preservar el apalancamiento ante cualquier incremento en el precio del oro. A continuación aparecen los detalles del programa de cobertura y del trato contable:

1. *Compromisos de ventas* forward y *opciones de compra asociadas de la mina de Indonesia:* La compañía ha convenido en vender 125 000 onzas de oro al año de una mina de Indonesia durante el año 2000 a un precio de 454 dólares por onza. Según la compañía, el propósito de esta cobertura es acelerar el riesgo del ingreso y mitigar el riesgo del país. El trato contable para este contrato es una contabilidad de cobertura —todas las ganancias y pérdidas no realizadas sobre los contratos se difieren hasta la fecha de entrega de las onzas asociadas—. En el momento de la entrega, el precio del contrato se reconoce en ingreso. Como resultado, las cifras contables deben reflejar el espíritu de la inversión, que es cerrar el precio del oro. El producto de la venta del oro se suplementará o se compensará por las ganancias y pérdidas sobre el contrato de cobertura relacionado. Los compromisos de ventas pendientes al 30 de septiembre de 1999, son:

	1999	2000
Onzas	31 250	125 000
Precio promedio	$454	$454

   En coincidencia con los contratos *forward,* la compañía compró opciones de compra sobre 50 000 onzas de oro al año durante el mismo periodo. Estas opciones le otorgan a la compañía el derecho, pero no la obligación, de comprar oro a 454 dólares la onza. El efecto de estas opciones es permitir que la compañía, en un creciente entorno de precios del oro, obtenga el valor de mercado arriba de 454 dólares por onza sobre el porcentaje de 40% de las onzas sujeto a los contratos de ventas *forward.* El trato contable para las opciones de compra es el mismo que para los contratos relacionados de ventas *forward* (contabilidad de cobertura, es decir, todas las ganancias y pérdidas no realizadas sobre los contratos se difieren hasta la fecha de entrega de las onzas asociadas). En combinación, las ventas *forward* y las opciones asociadas permiten a Newmont crear un precio base para su producción futura sin sufrir pérdidas excesivas cuando el costo potencial se elevase. Las opciones de compra al 30 de septiembre de 1999 son:

	1999	2000
Onzas	12 500	50 000
Precio promedio	$454	$454

2. *Ventas y compras* forward *prepagadas en julio de 1999:* En julio de 1999, la compañía celebró un contrato prepagado de venta *forward* que cubría 483 333 onzas de oro para su entrega en 2005, 2006 y 2007, y recibió 137.2 millones de dólares. El producto se utilizó para pagar su deuda. El producto inicial recibido sobre esta venta se basó en un precio de 300 dólares por onza de oro. Si el precio del oro excede de 300 dólares por onza en el momento de la entrega, la compañía recibirá un producto adicional sujeto a un techo de 380 dólares por onza. El producto inicial se registró como un ingreso diferido. Cuando el oro se entregue conforme a este contrato, una cantidad proporcional del ingreso diferido se reconocerá como ingreso de ventas. La compañía también convino en entregar 35 900 onzas al año de 2000 a 2007 en una forma prepagada. Para facilitar la contratación a un precio fijo sin perder el beneficio del potencial superior, la compañía firmó simultáneamente contratos de compra *forward* por cantidades iguales a precios que se incrementaban de 263 dólares por onza en 2000 hasta 354 dólares por onza en 2007. El trato contable de esta operación supone incrementar o reducir el ingreso de ventas de los contratos de venta *forward* en la diferencia entre el precio de mercado y el precio de compra *forward* en las futuras fechas de entrega programadas.

3. *Opciones de venta y compra en agosto de 1999:* En agosto de 1999, con el precio del oro al nivel más bajo en 20 años, la compañía trató de establecer un precio piso para una porción de su producción por medio de la compra de opciones de venta. Estas opciones le otorgaban a la compañía el derecho, pero no la obligación, de vender 2.85 millones de onzas de oro a 270 dólares por onza. Si el precio del oro es superior a 270 dólares, las opciones expiran sin ejercerse y la compañía vende el oro al precio más elevado del mercado. A fin de evitar el pago en efectivo de las opciones de venta, la compañía vendió opciones de compra sobre 2.5 millones de onzas para su entrega desde 2004 hasta 2009 a precios que varían de 350 a 392 dólares por onza. El producto de las ventas de las opciones de compra compensa exactamente el costo de la compra de las opciones

de venta. Las opciones de compra le otorgan al comprador el derecho de comprar la cantidad especificada de oro al precio de compra o venta declarado. Si el precio del mercado es superior al precio de compra o venta en el momento del vencimiento, la compañía le puede entregar la cantidad contratada de oro al tenedor de la opción o renovar los contratos hasta una futura fecha de entrega. Si el precio de mercado es inferior al precio de compra o venta en el momento del vencimiento, las opciones expiran sin ejercerse. De otra manera, la compañía puede recomprar las opciones de compra antes de que se puedan ejercer. Las opciones de compra canceladas no implicaron ningún riesgo del margen de compra, o de las tasas de arrendamiento.

El trato contable para las opciones de venta es la contabilidad de cobertura. Como tal, cualquier ganancia y pérdida sobre los contratos se difiere hasta la fecha de ejercicio. Si el precio del oro es inferior a 270 dólares, la compañía ejerce la opción de venta y reconoce 270 dólares por onza como ingreso de ventas. Si el precio del oro es superior a 270 dólares, la compañía vende el oro al precio de mercado más elevado. Aun cuando no se pagó ningún efectivo por las opciones de venta, el valor justo de las opciones en el momento de la compra (aproximadamente 37 millones de dólares) se registra como activo prepagado y se amortiza a lo largo del término de las opciones de venta (la amortización se contabiliza como una compensación contra ingreso).

Debido a que las opciones de compra son a un plazo más largo, una interpretación de los GAAP requiere que las opciones de compra se monitoreen al mercado a finales de cada trimestre. El valor de mercado de las opciones de compra refleja el precio aproximado al que se podrían vender las opciones el último día de cada trimestre. El valor justo inicial de las opciones de compra (el producto que se recibiría si se vendieran de inmediato) es de 37 millones de dólares. Dependiendo del precio del oro y de otros factores que afectan la determinación del precio de las opciones, el valor justo varía ampliamente de un trimestre al siguiente, y el cambio en el valor justo se reconoce como ganancia o pérdida cada trimestre. Para finales del término de la opción, si el precio del oro es inferior al precio de compra o venta sobre las opciones de compra, el valor de la opción será 0 dólares y el valor justo inicial de 37 millones de dólares se incluiría en ingreso.

Sucesos siguientes:

Aun cuando las estrategias de cobertura bien concebidas reducen el riesgo, en retrospectiva, la elección del momento oportuno para las actividades de cobertura de Newmont fue desafortunada. A finales de septiembre de 1999 (justo después de la compra de opciones de venta y de la aprobación de opciones de compra) el *Consortium of European Central Banks* (Consorcio de bancos centrales europeos), cuya venta había contribuido en gran parte a la baja en el precio del oro durante los últimos tres años, anunció una moratoria sobre las ventas de oro para los cinco años siguientes. Como resultado, los precios del oro se dispararon hacia arriba de alrededor de 250 dólares por onza a más de 300 dólares por onza en sólo unos días. Newmont se vio obligada a reconocer una pérdida no realizada sobre las opciones de compra aprobadas en sus estados financieros para el trimestre que terminó en septiembre de 1999, debido a que la tendencia ascendente en el precio del oro incrementó el valor justo de las opciones de compra.

Para el trimestre que terminó en septiembre de 1999 Newmont ganó 2 300 000 dólares, o dos centavos por acción, antes de cargos contables no en efectivo relacionados con la cobertura. El precio promedio realizado del oro para el periodo fue de 271 dólares por onza. Esto se compara con las ganancias de 6 100 000 dólares, o cuatro centavos por acción, a un precio promedio realizado de 295 dólares por onza en el trimestre correspondiente de 1998. En el trimestre que terminó en septiembre de 1999, la producción de oro aumentó 4% a 1 043 000 onzas, mientras que los costos totales en efectivo se redujeron 6% a 174 dólares por onza y los costos totales de producción disminuyeron 10% a 228 dólares por onza. Como resultado de la amortización de las opciones de venta y la retención de pérdidas sobre las opciones de compra aprobadas a largo plazo, un cargo no en efectivo después de impuestos de 41 300 000 dólares se registró en el trimestre de septiembre de 1999. Por causa de esas pérdidas retenidas, la pérdida neta de la compañía para el trimestre es de 39 millones de dólares, o 23 centavos por acción.

Newmont supone que la contabilidad aplicada a las opciones de compra a plazo largo es inapropiada y no refleja los aspectos económicos fundamentales de la operación de cobertura. En primer lugar, la compañía considera que el monitoreo sólo de las opciones de compra aprobadas al mercado es incongruente y distorsiona la realidad de la posición económica fundamental de la compañía. Como una productora en gran parte no cubierta, se espera que el flujo de efectivo por trimestre de la compañía se incremente en un millón de dólares por cada incremento de 1 dólar por onza en el precio del oro. Además, la compañía no puede monitorear sus 52 600 000 onzas de oro de reserva al valor de mercado. Resulta interesante observar que la compañía indica que si el precio del oro baja bruscamente cerca del final del siguiente trimestre, el valor fundamental de la compañía disminuiría pero lograría registrar una ganancia sobre sus opciones de compra aprobadas. En segundo, la compañía argumenta que no tiene ninguna exposición al flujo de efectivo derivada de las opciones de compra aprobadas a menos que invierta la operación. Las opciones de compra aprobadas no están sujetas a un margen de compra, o a tasas de arrendamiento. La compañía tiene las reservas de oro necesarias para cumplir con las cantidades de oro comprometidas y el precio de compra y venta está muy por encima del costo de producción. La compañía incurrirá en un costo de oportunidad en el grado en que el precio prevaleciente del oro en la fecha de expiración de las opciones de compra sea superior al precio de compra y venta. La compañía también observa que el trato contable es diferente de la vieja práctica de la industria de registrar las ganancias y pérdidas sólo cuando se realizan y que induce una volatilidad innecesaria en el ingreso declarado.

NEWMONT MINING CORPORATION Y SUBSIDIARIAS

Declaración de las operaciones consolidadas para el trimestre que terminó el 30 de septiembre

(millones de dólares)	1999	1998
Ventas	$340.2	$349.9
Amortización de la opción de venta	(12.2)	—
Otro ingreso	9.8	2.7
	337.8	352.6
Costo de las ventas	(206.5)	(206.5)
Depreciación, agotamiento y amortización	(60.7)	(72.9)
Exploración e investigación	(14.3)	(18.9)
Administrativos generales	(12.5)	(11.7)
Otros gastos	(4.2)	1.0
Interés (neto)	(14.6)	(19.5)
Pérdida no realizada sobre las opciones de compra aprobadas	(51.3)	—
Provisión para impuestos	7.8	3.3
Interés minoritario y pérdida de capital	(20.5)	(21.3)
Utilidad neta	$ (39.0)	$ 6.1

BALANCE

Al 30 de septiembre

(millones de dólares)	1999	1998		1999	1998
Activos			**Pasivos y capital**		
Valor justo de las opciones de venta	$ 23.1	$ —	Pasivos circulantes	$ 193.1	$ 212.5
Otros activos circulantes	467.9	513.1	Deuda a largo plazo	1 073.5	1 201.1
Activos totales en circulación	491.0	513.1	Ingreso diferido	137.2	—
Activos no circulantes	2 792.2	2 673.7	Valor justo de opciones de compra aprobadas	88.9	—
			Otros pasivos	263.5	240.9
			Interés minoritario	117.6	92.8
			Pasivos	1 873.8	1 747.3
			Capital	1 409.4	1 439.5
Activos totales	$3 283.2	$3 186.8	Pasivos y capital totales	$3 283.2	$3 186.8

Se requiere:

a) Describa y analice las operaciones de cobertura de Newmont. ¿Cuál es la razón de Newmont para cada una de sus operaciones de cobertura?

b) Puesto que *SFAS 133* está en vigor para los ejercicios fiscales que empiezan el 15 de junio de 1999, los estados financieros trimestrales de Newmont de septiembre de 1999 no están sujetos al estándar. Explique cómo se clasificará y contabilizará cada una de las operaciones de cobertura en las que participó Newmont conforme a *SFAS 133.*

c) Examine los aspectos económicos implícitos en cada una de las operaciones de cobertura. ¿La contabilidad (con arreglo tanto a la *SFAS 133* como al método anterior empleado por Newmont) refleja la realidad económica?

d) No se permite que Newmont utilice la contabilidad de cobertura para las opciones de compra canceladas. ¿Eso es apropiado?

e) Evalúe las críticas de Newmont acerca de la contabilidad para las opciones de compra canceladas. ¿Son justificables?

f) ¿Cuál es la realidad económica implícita dado el repentino incremento en el precio del oro para Newmont? ¿Los estados financieros de ésta reflejan la realidad económica? ¿El hecho de establecer todos los activos y pasivos a su valor justo de mercado mejora la presentación del balance general y el estado de resultados?

CASO 5-4A

Análisis de estados financieros convertidos y de inversiones entre corporaciones

A continuación aparece el balance de comprobación al 31 de diciembre del año 8 de SwissCo Ltd., una compañía suiza (en euros, €).

	Débito	Crédito
Efectivo	€ 50 000	
Cuentas por cobrar	100 000	
Asignación para cuentas dudosas		€ 10 000
Inventario, 1 de enero, año 8	150 000	
Inmuebles, planta y equipo (netos)	800 000	
Cuentas por pagar		80 000
Pagarés por pagar		20 000
Acciones de capital		100 000
Ganancias retenidas, 1 de enero, año 8		190 000
Ventas		2 000 000
Compras (de inventario)	1 000 000	
Gasto de depreciación	100 000	
Otros gastos (incluidos impuestos)	200 000	
	€2 400 000	€2 400 000

Información adicional:

1. SwissCo utiliza el sistema de inventario periódico junto con el método de costo FIFO para estimar el inventario y el costo de los bienes vendidos. En diciembre 31 del año 8, el saldo del inventario es €120 000 —éste se lleva al costo FIFO—.
2. Las acciones de capital de SwissCo se emitieron hace seis años, cuando se estableció la compañía; el tipo de cambio en esa época era €1 = 0.30 de dólar. La compañía compró la planta y el equipo hace cinco años, cuando el tipo de cambio era €1 =.35 de dólar; además, el pagaré por pagar se hizo a un banco local en la misma época.
3. Durante todo el año 8 se logran ingresos y se incurre en gastos (incluido el costo de los bienes vendidos) de manera uniforme. El inventario disponible al 31 de diciembre del año 8 se compra durante la segunda mitad del año 8.
4. El 31 de diciembre del año 7, el balance (en dólares estadounidenses) de SwissCo muestra Ganancias retenidas de 61 000 dólares.
5. Las tasas spot para el € en el año 8 son:

1 de enero, año 8	0.32 de dólar
Promedio para el año 8	0.37 de dólar
Promedio para la segunda mitad del año 8	0.36 de dólar
31 de diciembre del año 8	0.38 de dólar

6. La administración determinó que la moneda funcional de SwissCo es el euro. Por consiguiente, utiliza el método del tipo actual.

Se requiere:

a) Prepare un balance de comprobación en dólares estadounidenses para SwissCo al 31 de diciembre del año 8.

b) Prepare un estado de resultados concerniente al ejercicio fiscal que terminó el 31 de diciembre del año 8 y el balance al 31 de diciembre del año 8 (ambos en dólares estadounidenses) para SwissCo.

c) Suponga que Unisco Corporation, una empresa estadounidense, compra 75% del interés de propiedad en SwissCo al valor en libros el 1 de enero del año 8. Prepare la entrada que hace Unisco al 31 de diciembre del año 8 para registrar su capital en las ganancias de SwissCo en el año 8. Unisco utiliza el método de participación en la contabilidad de su inversión en SwissCo.

COMPROBACIÓN
b) Utilidad neta, 247 900 dólares; Activos totales, 402 800 dólares

CASO 5-5A

Análisis de estados financieros convertidos

El 31 de diciembre del año 8, US Dental Supplies (USDS) creó una subsidiaria extranjera de propiedad total: Funi, Inc. (FI), ubicada en el país de Lumbaria. A continuación aparece el balance condensado de Funi al 31 de diciembre del año 8, manifestado en moneda local (el pont):

FUNI, INC.
Saldo
31 de diciembre, año 8

Ponts (millones)

Activos		Pasivos y capital	
Efectivo	180	Acciones de capital	600
Activos fijos (netos)	420		
Activos totales	600		

Inicialmente, Funi adoptó el dólar estadounidense como moneda funcional y convirtió su balance y su estado de resultados del año 9 de conformidad con la práctica contable de Estados Unidos. A continuación se reproducen esas declaraciones:

FUNI, INC.
Saldo
31 de diciembre, año 9

	Ponts (millones)	Tipo de cambio (ponts/dls. de Estados Unidos)	Dólares de Estados Unidos (millones)		Ponts (millones)	Tipo de cambio (ponts/dls. de Estados Unidos)	Dólares de Estados Unidos (millones)
Activos				**Pasivos y capital**			
Efectivo	82	4.0	$ 20.5	Cuentas por pagar	532	4.0	$133.0
Cuentas por cobrar	700	4.0	175.0	Acciones de capital	600	3.0	200.0
Inventario	455	3.5	130.0	Ganancias retenidas	465		112.5
Activos fijos (netos)	360	3.0	120.0				
Activos totales	1 597		$445.5	Pasivos y capital totales	1 597		$445.5

FUNI, INC.
Estado de resultados
Para el ejercicio fiscal que terminó el 31 de diciembre, año 9

	Ponts (millones)	Tipo de cambio (ponts/dólares de Estados Unidos)	Dólares de Estados Unidos (millones)
Ventas	3 500	3.5	$1 000.0
Costo de las ventas	(2 345)	3.5	(670.0)
Gasto de depreciación	(60)	3.0	(20.0)
Gasto de ventas	(630)	3.5	(180.0)
Ganancia (pérdida) de conversión	—		(17.5)
Utilidad neta	465		$ 112.5

Posteriormente, USDS le indicó a Funi que cambiara su moneda funcional al pont. Los siguientes tipos de cambio (pont por dólar estadounidense) son válidos:

1 de enero, año 9	3.0	Promedio para el año 9	3.5	31 de diciembre, año 9	4.0

Se requiere:

a) Prepare un balance pro forma al 31 de diciembre del año 9, así como un estado de resultados del ejercicio fiscal que terminó el 31 de diciembre del año 9, para Funi. Ambos se deben preparar en dólares de Estados Unidos, y como moneda funcional de Funi se debe emplear el pont.

b) Analice y describa los efectos comparativos de seleccionar el dólar frente al pont como la moneda funcional para Funi:

1) Balance general en dólares estadounidenses al 31 de diciembre del año 10.
2) Estado de resultados en dólares estadounidenses para el ejercicio que terminó el 31 de diciembre del año 10.
3) Razones financieras en dólares estadounidenses para el año 10.

(Adaptado de CFA)

COMPROBACIÓN
a) Activos totales, 399.25 dólares; Utilidad neta, 132.86 dólares

CAPÍTULO SEIS

6

ANÁLISIS DE LAS ACTIVIDADES DE OPERACIÓN

RETROSPECTIVA

<

En los tres capítulos anteriores se analizan las cifras contables mediante la descripción de las actividades de financiamiento e inversión. La atención se concentra en la evaluación y la interpretación de estas actividades. De igual manera, se analizan estas actividades con respecto a futuras operaciones.

EN ESTE CAPÍTULO

•

Este capítulo amplía el análisis a las actividades de operación. Se analizan las medidas de acumulación tanto de ingresos como de gastos para determinar la utilidad neta. Asimismo, se hace hincapié en la comprensión de los métodos de reconocimiento tanto de los ingresos como de los gastos. También se explica el estado de resultados y sus componentes en cuanto al análisis financiero.

MÁS ADELANTE

>

El capítulo 7 amplía el análisis a las medidas de efectivo de las actividades de operación y otras actividades comerciales. Igualmente se examina la declaración del flujo de efectivo para interpretar esas actividades. Por último, se muestra la forma en que las medidas de acumulación y de efectivo mejoran el análisis de los estados financieros.

OBJETIVOS DEL ANÁLISIS

- Explicar los conceptos de medición del ingreso y sus implicaciones en el análisis de las actividades de operación.
- Describir y analizar el efecto de las partidas no recurrentes, como las partidas extraordinarias, segmentos discontinuos, cambios contables, eliminaciones contables y cargos de reestructuración.
- Analizar el reconocimiento de ingresos y gastos, así como el riesgo que representa para el análisis de los estados financieros.
- Analizar los cargos diferidos, incluidos los desembolsos para investigación, desarrollo y exploración.
- Explicar los beneficios complementarios de los empleados y analizar las aclaraciones concernientes a las opciones sobre acciones para empleados (ESO, Employee stock options).
- Describir e interpretar los costos de interés y la contabilidad para impuestos sobre las utilidades.
- Analizar e interpretar los datos de las ganancias por acción (apéndice 6A).
- Examinar los aspectos económicos de las opciones sobre acciones para empleados (apéndice 6B).

La *Spin City* de las ganancias

Nueva york. "¿Cuándo es que los cargos excepcionales se convierten en algo tan rutinario que dejan de ser excepcionales? Si la compañía es Eastman Kodak, aparentemente nunca. Kodak ha aceptado cargos de reestructuración de una sola vez cada año durante los últimos doce años, lo que ha eliminado prácticamente la mitad de sus ganancias de operación de 11 400 millones de dólares desde 1992" (*Business Week*, 2004).

Por supuesto, las compañías han aceptado cargos de reestructuración en forma rutinaria. Pero los ansiosos inversionistas temen que las enormes cancelaciones (write-offs) de año tras año restrinjan cada vez más las ganancias –a tal grado que algunos se preguntan si el significado de los números de las ganancias y el valor de éstos como una medida del desempeño se está extinguiendo.

Hay dos aspectos inherentes en los cargos de reestructuración. Primero, la elección del momento oportuno. Los cargos de reestructuración representan cancelaciones de activos y las acumulaciones de futuros pasivos, como pagos por despido. Puesto que ambos son estimados, una compañía demasiado conservadora puede aceptar de inmediato esos cargos. Esto es un cargo para el estado de resultados actual y beneficia a los futuros estados de resultados. Esa práctica se conoce como "limpia de activos" (big bath). El segundo aspecto es la cuestión de la interpretación: ¿Deben tratarse esos cambios como gastos de operación normales, o como cargos transitorios? Kodak prefiere lo último. "Kodak reconoció ganancias de operación de 2.25 a 2.55 dólares por acción antes de los cargos. Esto coloca la razón de precio-utilidades en 13, muy baja en comparación con el promedio de 18 para el índice de acciones de Standard & Poor 500. Pero tomando hasta 400 millones de dólares para la reestructuración, las ganancias por acción de Kodak se desploman a un valor entre 80 centavos de dólar y 1.30 dólares, mientras que la razón de precio-utilidades aumenta a un valor tan alto como 38."

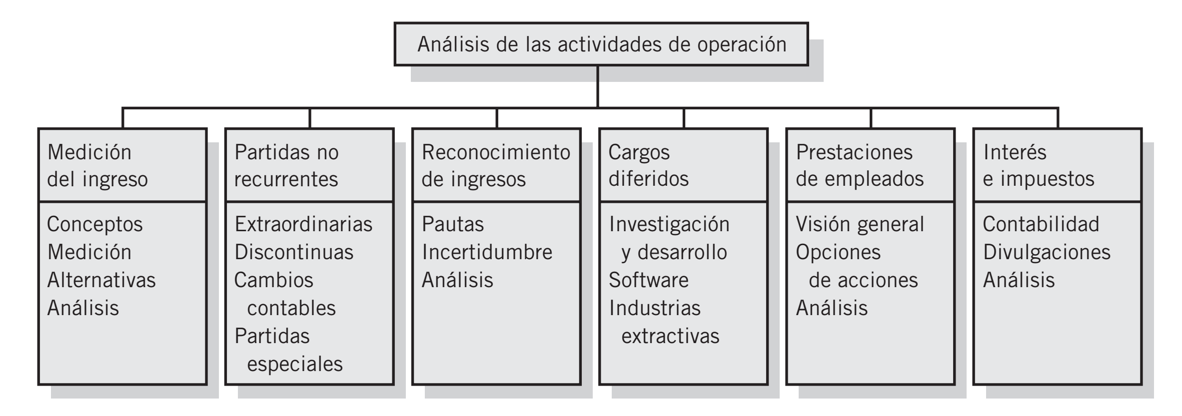
...las enormes cancelaciones de muchos años restrinjan cada vez más las ganancias...

Las compañías están escondiendo toda clase de gastos normales de operación en esos cargos. "Kodak podría tratar de llevar en secreto los cambios en sus presentaciones, pero los inversionistas desconfiarían. Los cargos de reestructuración no son simplemente para la venta de equipo viejo y de fábricas con una pérdida. El efectivo saldrá volando por la puerta –hasta 200 millones de dólares anuales– para pagar los costos de despidos y otros costos reales."

"¿Deben los cargos de reestructuración recurrentes ser segregados en el estado de resultados y eliminados de las ganancias de operaciones pro forma en los comunicados de prensa?" Muchas compañías piensan que sí. "Alguien se percató del hecho de que si usted acepta algo como cargos de reestructuración, los inversionistas lo perdonarán de inmediato", afirma Robert S. Miller, el presidente no ejecutivo del consejo contratado para hacer una limpieza de la Administración de Desechos (Waste management). "Casi hemos perdido la noción de qué son las ganancias y qué son los cargos de única vez."

PRESENTACIÓN DEL CAPÍTULO 6

Ingreso se define como utilidades y ganancias netas *menos* gastos y pérdidas. El ingreso es una medida de las actividades de operación y se determina utilizando la base de acumulación de la contabilidad. El estado de resultados registra una utilidad neta durante un periodo, junto con los componentes del ingreso: ingresos, gastos, ganancias y pérdidas. El ingreso y sus componentes se analizan para evaluar el desempeño y las exposiciones al riesgo de una compañía, así como para predecir las cantidades, el momento y la incertidumbre de los futuros flujos de efectivo. Aun cuando el "renglón base" de la utilidad neta demarca el análisis, los componentes del ingreso proporcionan las piezas cruciales de un mosaico que revela el aspecto económico de las actividades de operación de una compañía. Este capítulo describe el análisis y la interpretación de los componentes del ingreso. Se consideran los requerimientos del registro actuales y sus implicaciones en el análisis de los componentes del ingreso. Asimismo, se describe cómo se podrían aplicar en forma útil los ajustes analíticos a los componentes del ingreso y aclaraciones relacionadas para mejorar el análisis. De



igual manera, se presta atención especial al reconocimiento del ingreso y al registro de los principales gastos y costos. El contenido y la organización de este capítulo son los siguientes:

MEDICIÓN DEL INGRESO

Esta sección describe el concepto de medición del ingreso, las medidas optativas disponibles y la interpretación del ingreso.

Concepto de ingreso

El **ingreso** (también conocido como **ganancias** o **utilidad**) resume en términos financieros las actividades de operación de un negocio. Es la parte más solicitada de la información de una compañía en los mercados financieros. El propósito principal del **estado de resultados** es la determinación y la explicación del ingreso de un negocio durante un periodo. Como se explica en los capítulos anteriores, el ingreso constituye tanto una medida del cambio en el capital de los accionistas durante un periodo, como un estimado de la futura capacidad de una compañía para generar utilidades. La comprensión de esta doble función del ingreso es importante para el análisis de los estados financieros.

El ingreso *contable*, o *registrado*, es diferente del ingreso *económico*. Para ilustrar este punto, considere una compañía con 100 000 dólares en efectivo. Esta compañía utiliza los 100 000 dólares para comprar un condominio, que renta en 12 000 por año. Al final del primer año, la compañía todavía debe el condominio, que está valuado en 125 000. Comiéncese el análisis derivando el libre flujo de efectivo y el flujo de efectivo de las operaciones. El flujo neto (libre) de efectivo para el año es (88 000) dólares, mientras que el flujo de efectivo de las operaciones es de 12 000 dólares. Después, calcúlese el ingreso, tanto económico como contable. El ingreso de las utilidades de 12 000 dólares es parte de ambas medidas del ingreso. Además, debido a que el condominio tiene un valor de 125 000 dólares a finales del año, hay una ganancia por posesión de 25 000 dólares. Esta ganancia por posesión, más el ingreso de las utilidades, resulta en un ingreso económico de 37 000 dólares. El ingreso contable, que se basa en la contabilidad según el principio de acumulación, depende de la política de depreciación del condominio. Para ser precisos, si la vida útil del condominio es de 50 años y el valor de rescate es de 75 000 dólares, entonces la depreciación anual en línea recta es de 500 dólares [calculada como (100 000 dólares − 75 000 dólares)/50 años]. Esto da un ingreso contable de 11 500 dólares (ingreso de las utilidades de 12 000 dólares menos 500 dólares de depreciación) para el año.

La ilustración anterior muestra que el ingreso económico difiere del ingreso contable, y a la vez ambos difieren de las medidas del flujo de efectivo. También se podría resaltar que el ingreso económico de 37 000 dólares probablemente no es sustentable. Es decir, no es posible contar con una apreciación anual de 25% en el valor del condominio año tras año. Esto implica que el ingreso económico de 37 000 dólares es menos útil para pronosticar las futuras ganancias. El ingreso contable de 11 500 dólares probablemente se acerca más al ingreso permanente, al menos en este caso.

En el análisis de los estados financieros es útil entender los conceptos alternativos del ingreso y relacionar estos conceptos con el ingreso contable. Como se explica en el capítulo 2, una tarea

importante en el análisis de los estados financieros es evaluar y hacer los ajustes necesarios al ingreso para mejorar la capacidad de éste de reflejar el desempeño del negocio. En esta sección, se estudian los distintos conceptos del ingreso, en particular el ingreso permanente y el ingreso económico. Del mismo modo, se les distingue de los flujos de efectivo. Después, se examina el ingreso contable, se le relaciona con los conceptos alternativos del ingreso y se describen las implicaciones en su análisis.

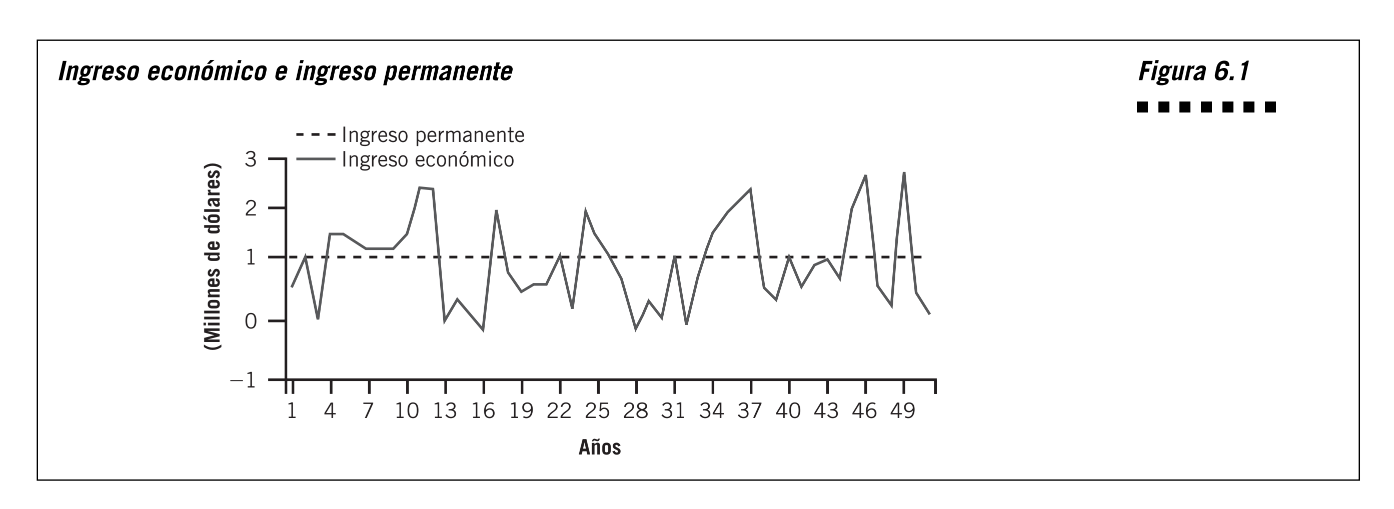
Concepto económico del ingreso

Esta sección describe dos medidas importantes del ingreso: ingreso económico e ingreso permanente.

Ingreso económico. El *ingreso económico* por lo común se mide como el flujo de efectivo más el cambio en el valor justo de los activos netos. Conforme a esta definición, el ingreso incluye tanto los componentes realizados (flujo de efectivo) como los no realizados (ganancia o pérdida por posesión). Este concepto del ingreso es similar a la forma en que se mide el rendimiento sobre un valor o una cartera de valores; es decir, el rendimiento incluye tanto los dividendos como la apreciación del capital.

El ingreso económico mide el *cambio* en el valor de los accionistas. Como tal, el ingreso económico es útil cuando el objetivo del análisis es determinar el rendimiento exacto para el accionista durante el periodo (sin recurrir al precio de mercado). En un sentido, el ingreso económico es el indicador básico del desempeño de una compañía, ya que mide los efectos financieros de todos los sucesos para el periodo de forma amplia. Sin embargo, debido a su naturaleza amplia, el ingreso económico incluye los componentes tanto recurrentes como no recurrentes y, por consiguiente, es menos útil para predecir el futuro potencial de ganancias.

Ingreso permanente. El *ingreso permanente* (también llamado *ingreso sustentable*) es el ingreso promedio estable que espera ganar una compañía a lo largo de su vida. La figura 6.1 presenta un ejemplo hipotético del ingreso permanente y el ingreso económico de una compañía para un periodo. Para hacerlo más sencillo, se supone que el ingreso permanente es constante a lo largo de este periodo. En realidad, el ingreso permanente cambia cuando se alteran las probabilidades de ganancias a largo plazo de una compañía.



Ingreso económico e ingreso permanente ***Figura 6.1***

El ingreso permanente refleja un enfoque a largo plazo. Conforme a ello, a menudo se hace referencia al ingreso permanente como *capacidad sustentable de generar ganancias*, que es un concepto importante tanto para la valuación del capital como para el análisis del crédito. Benjamín Graham, el mentor de Warren Buffet, autoridad en asuntos de inversión y creador del análisis fundamental, afirmaba que el único y más importante indicador del valor de una compañía es su capacidad sustentable de generar ganancias. A diferencia del ingreso económico, que mide el *cambio* en el valor de una compañía, el ingreso permanente es directamente proporcional al valor

de la compañía. En particular, para una empresa en marcha, el valor de la compañía se puede expresar dividiendo el ingreso permanente entre el costo del capital. Debido a esta relación, la determinación del ingreso permanente de una compañía constituye una importante búsqueda para muchos analistas.

Concepto contable del ingreso

El ingreso contable se basa en el concepto de la contabilidad según el principio de acumulación. Aun cuando el ingreso contable condensa los aspectos tanto del ingreso económico como del ingreso permanente, no mide directamente ninguno de esos conceptos del ingreso. Además, como se observa en el capítulo 2, el ingreso contable tiene problemas de medición que reducen su capacidad de reflejar la realidad económica. En consecuencia, una tarea importante en el análisis de los estados financieros es ajustar el ingreso contable para que refleje mejor los conceptos alternativos del ingreso. Esta sección describe el proceso mediante el cual los contadores determinan el ingreso. Después examina las implicaciones en el análisis, incluyendo las perspectivas conceptuales sobre el ajuste del ingreso para propósitos de análisis.

Reconocimiento y correspondencia del ingreso. Un propósito importante de la contabilidad según el principio de acumulación es la medición del ingreso. Los dos procesos principales en la medición del ingreso son el reconocimiento y la correspondencia de gastos. El reconocimiento del ingreso es el punto de partida de la medición del ingreso. Las dos condiciones necesarias para el reconocimiento son que los ingresos deben ser:

- **Realizados o realizables.** Para que se reconozca el ingreso, una compañía debe haber recibido efectivo o un compromiso confiable de remitir el efectivo, como una partida por cobrar válida.
- **Ganados.** La compañía debe haber completado todas sus obligaciones con el comprador; es decir, el proceso de la ganancia debe ser completo.

Una vez que se reconocen los ingresos, se hace una correspondencia de los costos relacionados con los ingresos reconocidos para obtener el ingreso. Observe que se incurre en un gasto cuando ocurre el suceso económico relacionado, no necesariamente cuando ocurre el flujo de salida de efectivo.

Ingreso económico *versus* ingreso contable. En teoría, la contabilidad según el principio de acumulación convierte el flujo de efectivo en una medida que, en principio, estima de manera aproximada los conceptos económicos del ingreso. Recuerde que el ingreso económico difiere del flujo de efectivo debido a que incluye no sólo el flujo de efectivo actual, sino que también cambia el valor presente de los futuros flujos de efectivo. De manera similar, recuerde que la contabilidad según el principio de acumulación trata de obtener una medida del ingreso que considere no sólo el flujo de efectivo actual, sino también las futuras implicaciones del flujo de efectivo de las operaciones actuales. Por ejemplo, la contabilidad según el principio de acumulación reconoce los futuros flujos de efectivo de las ventas a crédito asentando el ingreso cuando la venta se consuma y antes de recibir el efectivo.

El ingreso contable podría parecer similar al ingreso económico. Sin embargo, el ingreso contable es un producto del entorno de los informes financieros que implica estándares contables, mecanismos de ejecución e incentivos de los administradores. Está gobernado por reglas contables, muchas de las cuales son económicamente atractivas y algunas no lo son. Estas reglas a menudo requieren estimados, lo que da origen a un trato diferencial de operaciones económicas similares y da oportunidad a los administradores de mejorar ficticiamente las cifras en busca de una ganancia personal. Esto significa que el ingreso contable difiera del ingreso económico (en el capítulo 2 se hace mención a estas divergencias como *distorsiones contables*). Algunas razones por las cuales el ingreso contable difiere del ingreso económico incluyen:

- **Conceptos alternativos del ingreso.** El concepto de ingreso económico es muy diferente del concepto de ingreso permanente. Quienes determinan los estándares contables se enfrentan al dilema de qué concepto enfatizar. Aun cuando este problema se resuelve parcial-

mente registrando las medidas alternativas del ingreso (estudiadas más adelante), este dilema en ocasiones resulta en una medición discordante del ingreso contable. Algunos estándares –por ejemplo, la norma *SFAS 86* sobre las pensiones– adoptan el concepto del ingreso permanente, mientras que otros estándares –por ejemplo, la norma *SFAS 115* sobre los valores comerciables– adoptan el concepto del ingreso económico.

- **Costo histórico.** La base del costo histórico para la medición del ingreso introduce una divergencia entre el ingreso contable y el económico. La utilización del costo histórico afecta al ingreso en dos formas: 1) el costo actual de las ventas no se refleja en el estado de resultados, como en el caso del método de inventario PEPS (FIFO), y 2) las ganancias y pérdidas no percibidas sobre los activos fijos no se reconocen.
- **Base de la operación.** El ingreso contable por lo común refleja los efectos de las operaciones. Los efectos económicos que no van acompañados de una operación en términos del mercado a menudo no se consideran. Por ejemplo, los contratos de compra no se reconocen en los estados financieros hasta que las operaciones ocurren.
- **Conservadurismo.** El conservadurismo resulta en el reconocimiento de sucesos que disminuyen el ingreso de inmediato, aun si no hay una operación que lo respalde; por ejemplo, las rebajas del valor del inventario. Sin embargo, el efecto de un suceso que incrementa el ingreso es demorado hasta que se realiza. Esto crea un sesgo conservador (disminución del ingreso) en el ingreso contable.
- **Administración de las ganancias.** La administración de las ganancias (Utilidades) causa distorsiones en el ingreso contable que tienen muy poco que ver con la realidad económica. Sin embargo, una forma de administración de las ganancias –la uniformidad de los ingresos– en ocasiones mejora la capacidad del ingreso contable de reflejar el ingreso permanente.

Componentes permanentes, transitorios y no relevantes para el valor. Obsérvese que el ingreso contable trata de captar elementos tanto del ingreso permanente como del ingreso económico, pero con un error de medición. Por consiguiente, es útil considerar al ingreso contable como si tuviera tres componentes:

1. **Componente permanente.** El componente permanente (o *recurrente*) del ingreso contable se espera que persista indefinidamente. Posee características idénticas a las del concepto económico del ingreso permanente. Para una empresa en marcha, cada dólar del ingreso permanente es igual a $1/r$ dólar del valor de la compañía, donde r es el costo del capital.
2. **Componente transitorio.** El componente transitorio (o *no recurrente*) del ingreso contable no se espera que recurra, es un suceso de una sola vez. Tiene un efecto de dólar por dólar sobre el valor de la compañía. El concepto de ingreso económico incluye componentes tanto permanentes como transitorios.
3. **Componente no relevante para el valor.** Los componentes que no son relevantes para el valor no tienen un contenido económico, se trata de distorsiones contables. Se originan de las imperfecciones en la contabilidad. Los componentes no relevantes para el valor tienen un efecto cero sobre el valor de la compañía.

Implicaciones en el análisis. El ajuste del ingreso contable es una tarea importante en el análisis financiero. Antes de hacer cualquier ajuste, es necesario especificar los objetivos del análisis. En particular, es importante determinar si el objetivo es determinar el ingreso económico o el ingreso permanente de la compañía. Esta determinación es crucial, ya que el ingreso económico y el ingreso permanente difieren tanto en naturaleza como en propósito y, en consecuencia, los ajustes necesarios para determinar cada medida difieren considerablemente.

Ya se ha observado que la determinación del ingreso permanente de una compañía (capacidad sustentable de generar utilidades) es una indagación importante en el análisis. Con este propósito, un analista necesita determinar el componente permanente del ingreso del periodo actual identificando los componentes recurrentes (permanentes) y no recurrentes (transitorios) del ingreso contable y haciendo los ajustes apropiados. La determinación del componente permanente del ingreso del periodo actual es útil para determinar e interpretar la razón "real" de P/E (Price/Earnings: Precio/Utilidad) de una compañía y hace que las comparaciones de la razón de P/E tengan más sentido. También es útil en los pronósticos formales, al proporcionar un "punto

de partida" representativo para el ejercicio del pronóstico y ayudar a derivar suposiciones para los márgenes de utilidad y las rotaciones de activos.

A fin de ajustar el ingreso contable al determinar el ingreso económico, es necesario adoptar un método general por medio del cual se incluyan todos los componentes del ingreso, sean recurrentes o no recurrentes. Una forma de considerar el ingreso económico es el cambio neto en la riqueza de los accionistas proveniente de fuentes distintas de los propietarios –de ahí que incluya todo lo que cambia el patrimonio neto de los accionistas–. Cuando se efectúan ajustes para obtener el ingreso económico, se necesita reconocer que los números ajustados no son representaciones fieles del ingreso económico, ya que no es posible determinar el cambio en el valor justo de los activos fijos, que se registran al costo histórico. Del mismo modo, resulta más difícil justificar la necesidad de hacer ajustes para determinar el ingreso económico que para determinar el ingreso permanente. Sin embargo, el ingreso económico se utiliza como una medida global del cambio en el patrimonio de los accionistas y de esta manera es útil como el indicador base del ingreso para el periodo.

Medición del ingreso contable

Los ingresos (y ganancias) y los gastos (y pérdidas) son los dos componentes principales del ingreso contable. En esta sección se examinan estos dos componentes. La figura 6.2 consiste en un estado de resultados representativo de las partidas principales, junto con algunas medidas alternativas del ingreso.

Figura 6.2 ***Declaración de ingresos***

AMBER CORP. Y SUBSIDIARIAS
Declaración de ingresos consolidada (millones de dólares)

	2006	2005	2004
Ingresos	**$14 314**	$12 716	$13 033
Costo de los bienes vendidos	**(8 270)**	(7 454)	(7 943)
Utilidad bruta	**6 044**	5 262	5 090
Gastos			
Venta y administrativos	**(2 964)**	(2 478)	(2 396)
Investigación y desarrollo	**(1 234)**	(899)	(855)
Cargo de reestructuración	—	(1 016)	—
Gasto de interés	**(725)**	(715)	(654)
Ingreso antes de impuestos	**1 121**	154	1 185
Impuesto sobre las utilidades	**(336)**	(351)	(355)
Ingreso de las operaciones continuas	**785**	(197)	830
Ganancia de la extinción de la deuda	**38**	—	—
Pérdida del segmento discontinuo de operaciones	—	0	(23)
Ganancia de la venta del segmento discontinuo	—	—	66
Utilidad neta	**$ 823**	$ (197)	$ 873
Ajustes de conversión de divisas	**82**	(54)	(31)
Ganancia por posesión no realizada sobre valores disponibles para la venta	**24**	22	6
Ajuste adicional mínimo de la obligación de pensión	**0**	(4)	—
Ingreso integral	**$ 929**	$ (233)	$ 848

Ingresos y ganancias

Los **ingresos** son flujos de entrada ganados y flujos de entrada ganados esperados provenientes de las continuas actividades comerciales de una compañía. Incluyen flujos de entrada de efectivo, como ventas en efectivo, y flujos de entrada de efectivo esperados, como ventas a crédito. Las **ganancias** son flujos de entradas ganados o flujos de entrada esperados provenientes de operaciones y sucesos no relacionados con las actividades comerciales continuas de una compañía. La figura 6.2 proporciona un ejemplo de una ganancia; específicamente una ganancia sobre la venta de un segmento discontinuo. La distinción entre ingresos y ganancias se basa en las actividades de negocios continuas que producen ingresos. Es de esperar que los ingresos persistan indefinidamente en el caso de una empresa en marcha. En contraste, las ganancias (utilidades) no son recurrentes. Esta distinción es importante para el análisis, particularmente cuando se determina el ingreso sustentable.

Los métodos de reconocimiento del ingreso afectan notablemente el ingreso registrado. El reconocimiento del ingreso se está volviendo cada vez más complejo, debido a que cada vez está más vinculado con la actividad del comercio electrónico. De igual manera, constituye un área con una guía mínima por parte de los estándares contables, lo que da la oportunidad de administrar de las utilidades. En consecuencia, el análisis de las prácticas de reconocimiento del ingreso es crucial en el análisis de los estados financieros. Por esta razón, se dedica una sección al reconocimiento del ingreso más adelante en este capítulo.

Gastos y pérdidas

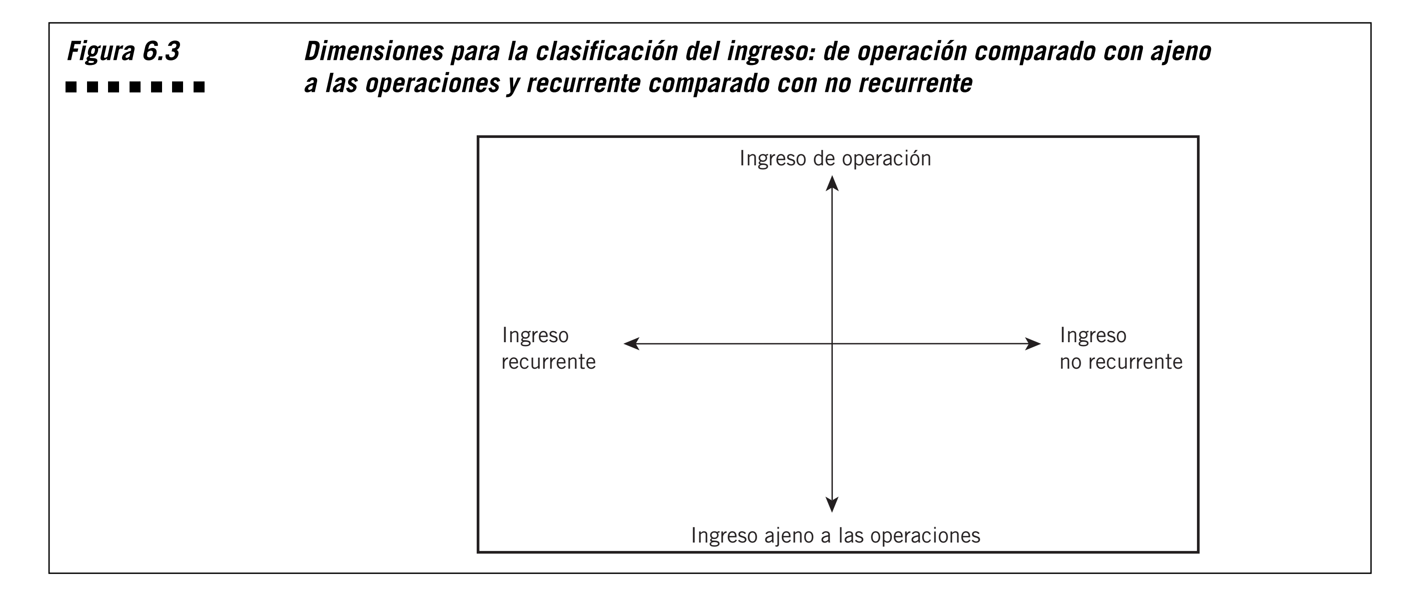
Los **gastos** son flujos de salida, flujos de salida esperados, o asignaciones de flujos de salida de efectivo pasados que se originan de las operaciones comerciales continuas de una compañía. Las **pérdidas** son disminuciones en los activos netos de una compañía provenientes de las operaciones periféricas o incidentales de una compañía. La contabilidad de gastos y pérdidas a menudo incluye la evaluación de la cantidad y el momento de la asignación a los periodos de registro. El momento es cuestión de cuándo se incurre en ellos, a menudo basándose en una correspondencia con los ingresos generados.

Otro aspecto importante es el del *diferimiento* o *aplazamiento* de los costos (o asignación a múltiples periodos). Los contadores capitalizan los costos cuyos beneficios se realizan a lo largo de muchos periodos. Estos costos se asignan sistemáticamente a futuros periodos. En contraste, se incurre en muchos costos en el mismo periodo en que se reconocen. (No es necesario que los flujos de salida de efectivo para gastos y pérdidas ocurran al mismo tiempo que se reconocen.)

Clasificaciones y medidas del ingreso alternativo

La clasificación apropiada del ingreso es importante en el análisis. El ingreso se puede clasificar a lo largo de dos dimensiones principales: 1) de operación comparado con el ajeno a las operaciones y 2) recurrente comparado con el no recurrente. Muchas veces estas dos dimensiones de la clasificación se utilizan con el mismo significado. Por ejemplo, algunos analistas (e incluso algunas compañías) se refieren a una medida del ingreso que excluye todas las partidas no recurrentes como ingreso de las operaciones. Aunque podría ser cierto que la mayoría de los componentes del ingreso de operación tiende a ser recurrente, debe entenderse que estas dos clasificaciones son diferentes, tanto en naturaleza como en propósito. Por ejemplo, una partida no recurrente, como una pérdida del inventario a causa de un incendio, es una pérdida de operación. De manera similar, una partida ajena a las operaciones, como el ingreso por intereses, podría ser de naturaleza recurrente. La clasificación del ingreso como de operación comparado con el ajeno a las operaciones depende principalmente de la fuente del ingreso o del gasto; es decir, de si proviene de las operaciones continuas de la compañía, o de las actividades de operación de valores o de financiamiento. La clasificación de recurrente en comparación con la de no recurrente depende principalmente de la conducta del ingreso o del gasto; es decir, de si se espera que persista, o es un suceso de una sola vez. Para un analista, es importante comprender las diferencias entre estas clasificaciones alternativas. La figura 6.3 enfatiza la distinción en estas dimensiones de la clasificación del ingreso.

Figura 6.3 **Dimensiones para la clasificación del ingreso: de operación comparado con ajeno a las operaciones y recurrente comparado con no recurrente**



Ingreso recurrente y no recurrente

La importancia de clasificar los componentes del ingreso como recurrentes o no recurrentes es el resultado de la necesidad de determinar los componentes permanentes y transitorios del ingreso. En esta sección se estudian las medidas alternativas del ingreso registradas en los estados financieros y sus implicaciones en el análisis.

Medidas alternativas del ingreso contable. Los estados de resultados por lo común asientan tres medidas alternativas del ingreso: 1) utilidad neta, 2) ingreso integral y 3) ingreso continuo. La **utilidad neta** se considera como la medida base del ingreso libre. En realidad, no lo es. Los Principios de contabilidad generalmente aceptados (GAAP) permiten varios ajustes directos al capital, llamadas partidas del *superávit sucio* (*dirty surplus*), que pasan por alto el estado de resultados. La norma *SFAS 130* trata de remediar este problema con una medida alternativa del ingreso, llamada *ingreso integral*. El **ingreso integral** refleja casi todos los cambios en el capital, con excepción de las actividades del propietario (como dividendos y emisiones de acciones). Lo anterior supone que el ingreso integral es la medida base del ingreso y es el apoderado del contador para el ingreso económico. Por desgracia, a las compañías se les permite asentar el ingreso integral en el estado de cambios en el capital, en vez del estado de resultados. Sin embargo, el estado de resultados en la figura 6.2 sí incluye ambas medidas del ingreso. El ingreso integral difiere de la utilidad neta en el sentido de que refleja algunos ajustes por conversión de divisas de las ganancias y pérdidas por posesión no percibidas, así como ajustes mínimos de la obligación de pensión (los no registrados son ganancias y pérdidas por instrumentos derivados que también afectan al ingreso integral).

Los contadores también registran una medida intermedia del ingreso, llamada *ingreso continuo*. El **ingreso continuo** es una medida que excluye las partidas extraordinarias, los efectos acumulativos de los cambios contables y los efectos de las operaciones discontinuas. Por esta razón, el ingreso continuo a menudo se conoce como *ingreso antes de partidas extraordinarias, ingreso antes de operaciones discontinuas, ingreso antes del efecto acumulativo del cambio contable*, o cualquier combinación apropiada. Las compañías sin estos componentes no necesitan registrar el ingreso continuo. La figura 6.2 incluye el ingreso de las operaciones continuas como una partida separada.

Muchos analistas calculan otra medida del ingreso a la que se le denomina *ingreso principal*. (Esto se debe a que el ingreso principal, que excluye todas las partidas no recurrentes e inusuales, refleja mejor los resultados de las operaciones actuales. Sin embargo, como se observó anteriormente, la distinción entre ingreso de operación e ingreso ajeno a las operaciones es independiente de la sustentabilidad de los componentes del ingreso.) El **ingreso principal** es una medida que excluye todas las partidas no recurrentes que se registran como partidas separadas en el estado de resultados. En la figura 6.2, el ingreso principal es igual al ingreso continuo registrado en 2006 y

2004. Sin embargo, en 2005 el ingreso principal es diferente; excluye el efecto después de ingresos del cargo de reestructuración de 1 016 millones de dólares. En este caso, el ingreso principal es igual al ingreso continuo *más* el cargo de reestructuración, que se multiplica por uno menos 35% de tasa de impuesto marginal, o sea 463 dólares [calculado como (197) dólares más la cantidad de 1 016 dólares × 0.65].

Implicaciones en el análisis. Los estándares contables requieren medidas alternativas del ingreso de manera que los usuarios puedan identificar los componentes sustentables y no sustentables del ingreso. Muchos analistas prefieren una medida del ingreso que corresponda a una de las medidas registradas, o alguna variación que excluya (o incluya) ciertas partidas. La discusión acerca de qué es lo que constituye la medida "correcta" del ingreso sigue en pie. Aquí se hace una advertencia contra tal discusión, por dos razones.

Primera, una medida correcta del ingreso no es posible sin especificar los objetivos del análisis. Como ya se ha observado, el ingreso realiza dos funciones importantes, pero diferentes: medir el cambio neto en el capital y proporcionar un estimado de la capacidad sustentable de generar utilidades. Es imposible que una sola medida del ingreso satisfaga ambos objetivos al mismo tiempo.

Segunda, las medidas alternativas del ingreso contable son resultado simplemente de incluir, o excluir, ciertas partidas. Esto significa que todavía son *medidas contables* del ingreso y están sujetas a distorsiones contables. En el mejor de los casos, estas medidas alternativas del ingreso contable son puntos de partida para el análisis contable más detallado necesario para estimar el ingreso sustentable. Por ejemplo, el ingreso integral es un punto de partida natural para determinar el ingreso económico.

Ingreso de operación e ingreso no operativo

El **ingreso de operación** es una medida del ingreso de una compañía derivado de las actividades de operación continuas. Hay tres aspectos importantes del ingreso de las operaciones. En primer lugar, el ingreso de las operaciones sólo corresponde al ingreso generado por las actividades de operación. Por consiguiente, cualesquiera ingresos (y gastos) no relacionados con las operaciones de negocios no son parte del ingreso de operaciones. En segundo, y relacionado con el primero, el ingreso de operación se enfoca en el ingreso para la compañía en conjunto, antes que para los tenedores de deuda y capital. Esto significa que los ingresos y gastos de financiamiento (principalmente gastos de intereses) se excluyen cuando se mide el ingreso de operación. En tercer lugar, el ingreso de las operaciones sólo corresponde a las actividades de negocios continuas. Lo anterior significa que cualquier ingreso o pérdida correspondientes a operaciones discontinuas se excluye del ingreso de operación.

El **ingreso ajeno a las operaciones** incluye todos los componentes del ingreso no incluidos en el ingreso de operación. En ocasiones es útil cuando se analiza el ingreso ajeno a las operaciones para separar los componentes correspondientes a las actividades de financiamiento de los correspondientes a las operaciones discontinuas.

Implicaciones en el análisis. La utilidad del ingreso de operación es el resultado de una meta importante en las finanzas corporativas. Es decir, al deseo de separar las decisiones de inversión (y de operación), como el presupuesto de capital, de aquellas decisiones de financiamiento, como la política de dividendos. A causa de esta meta, es necesario determinar una medida global del ingreso de la compañía que sea independiente de las decisiones de financiamiento y de inversión en valores de una compañía. El ingreso de operación es una de esas medidas. Observe que el ingreso de operaciones antes de impuestos es similar a las ganancias antes de interés e impuestos (EBIT: Earnings before interest and taxes), mientras que el ingreso de operación después de impuestos es similar a la utilidad neta de las operaciones después de impuestos (NOPAT: Net operating profit after taxes).

En la mayoría de los casos, el ingreso de las operaciones se puede determinar reorganizando la declaración de impuestos y haciendo los ajustes apropiados en cuanto a impuestos. A pesar de esto, en ocasiones es necesario basarse en ajustes más detallados utilizando la información de las notas. Por ejemplo, cuando una compañía tiene arrendamientos de operación, todas las utilidades se incluyen como un gasto de operación, aun cuando el pago del arrendamiento incluya

un componente de interés. En este caso, el ingreso de operación se subestima, a menos que el analista estime el componente de interés y haga los ajustes necesarios utilizando la información de las notas. Mostrar la forma de calcular el ingreso de operación está fuera del contenido de este capítulo. Se regresa a este tema en la parte de análisis financiero del libro.

Ingreso integral

Desde hace mucho tiempo, los GAAP han adoptado el concepto combinado, o global, del ingreso, donde la cifra base del ingreso se articula con el capital en los balances sucesivos; es decir, el ingreso base refleja todos los cambios en el capital de los accionistas resultado de operaciones distintas de las del propietario. Esta articulación se conoce como *superávit limpio* (*clean surplus*). Sin embargo, quienes determinan el estándar han permitido que con el paso del tiempo ciertos componentes del ingreso integral evadan el estado de resultados como ajustes directos al capital. En años recientes, la importancia y la magnitud de estos ajustes, llamados *superávits sucios*, han aumentado. El motivo de estas partidas de superávits sucios proviene de la preocupación acerca de la excesiva volatilidad del ingreso si todos los cambios al capital fluyen a través del estado de resultados. No obstante, a muchos usuarios les preocupa que el permitir cambios al capital para evitar el estado de resultados reduzca la confiabilidad del ingreso contable. Para afrontar este asunto se requiere que las compañías registren una medida del ingreso integral, además de la utilidad neta.

Medición del ingreso integral. Como lo define la norma *SFAS 130*, el ingreso integral se calcula ajustando la utilidad neta con respecto a las partidas de superávit sucio, colectivamente llamadas *Otros ingresos integrales*. A continuación aparece la determinación del ingreso integral de una compañía común:

Utilidad neta		1 205 dólares
Otros ingresos integrales		
+/− Ganancia (pérdida) no percibida por posesión sobre valores comerciables	305 dólares	
+/− Ajuste de conversión de divisas	(12)	
+/− Ajuste adicional mínimo de la obligación de pensión	(17)	
+/− Ganancia o pérdida no percibidas por posesión sobre instrumentos derivados	945	1 221
Ingreso integral		2 426 dólares

El otro ingreso integral de esta compañía consta de cuatro componentes: 1) ganancias o pérdidas no percibidas por posesión que resultan de los cambios en el valor justo (de mercado) de valores de inversión disponibles para la venta; 2) ganancias y pérdidas de conversión de divisas; 3) cualquier incremento o disminución en la obligación de pensión mínima adicional, y 4) ganancias o pérdidas por posesión no percibidas provenientes de la porción efectiva de las coberturas del flujo de efectivo (derivados). Estas cantidades se expresan sobre una base después de impuestos. Los cuatro componentes son de una naturaleza de ganancias o pérdidas (por posesión) no percibidas. Los componentes son el resultado de cambios en el valor de activos y pasivos que no son causados por operaciones en términos del mercado. Algunos analistas afirman que las bases de operaciones para el cálculo de la utilidad neta son una distinción importante entre utilidad neta e ingreso integral. Aquí se demuestra que esta distinción no es importante, ni necesariamente cierta.

Implicaciones en el análisis. La importancia del ingreso integral para el análisis de los estados financieros salta a la vista porque es el apoderado del contador para el ingreso financiero. El ingreso integral se prefiere a la utilidad neta, donde esta última medida no significa estimar ni el ingreso económico ni el ingreso sustentable.

Algunos analistas argumentan que la importancia de la utilidad neta frente al ingreso integral se relaciona con la noción de que la utilidad neta se basa en las operaciones, mientras que el ingreso integral no. Sin embargo, este argumento no es del todo correcto. Para ser precisos, la utilidad neta tiene muchos componentes de una naturaleza de ganancias o pérdidas no percibidas que no se basan en operaciones. Por ejemplo, la utilidad neta incluye ganancias o pérdidas por

posesión de valores comerciables, de coberturas del valor justo y de la porción inefectiva de las coberturas del flujo de efectivo. Además, el hecho de que algunos componentes del ingreso se originen mediante operaciones en términos del mercado es una distinción que no es pertinente desde un punto de vista económico, debido a que las ganancias o pérdidas no percibidas son una parte legítima del ingreso económico.

Es importante reconocer que el ingreso integral se debe ajustar para determinar el ingreso económico. En esta sección el examen se limita a la evaluación de lo apropiado de las cuatro partidas usuales incluidas en otro ingreso integral. En particular, las ganancias y pérdidas no percibidas provenientes de valores de inversión, valores derivados, o ambos, son una parte legítima del ingreso económico. Sin embargo, observe que las ganancias por posesión no percibidas sobre valores de inversión registrados como parte de otro ingreso integral no incluyen las ganancias por posesión sobre valores retenidos hasta su vencimiento. De manera similar, los ajustes de conversión de divisas se deben descontar cuando se determina el ingreso económico. Sin embargo, el ajuste de la obligación de pensión mínima adicional se debe dejar fuera cuando se determina el ingreso económico. La obligación de pensión mínima adicional se origina de una distinción contable artificial que tiene muy poco significado económico. El gasto de pensión apropiado para incluirse cuando se determina el ingreso económico es el cambio en el estado fondeado (véase el capítulo 3).

Algunos analistas argumentan que todos los componentes de otro ingreso integral son inapropiados debido a que no persisten. La investigación muestra que el único componente de otro ingreso integral que es pertinente para la valuación del capital es la ganancia o pérdida por posesión no percibida sobre valores comerciables, e incluso eso es válido sólo para las instituciones financieras (Dhaliwal, Subramanyam y Trezevant, 2000). Esto implica que los componentes del ingreso integral son improcedentes para la determinación del ingreso permanente, que probablemente es una medida más importante que el ingreso económico para la valuación del capital. No obstante, como ya se señaló, el ingreso económico es una medida importante que realiza una función diferente de la del ingreso sustentable. Los componentes del otro ingreso integral son importantes para determinar el ingreso económico.

PARTIDAS NO RECURRENTES

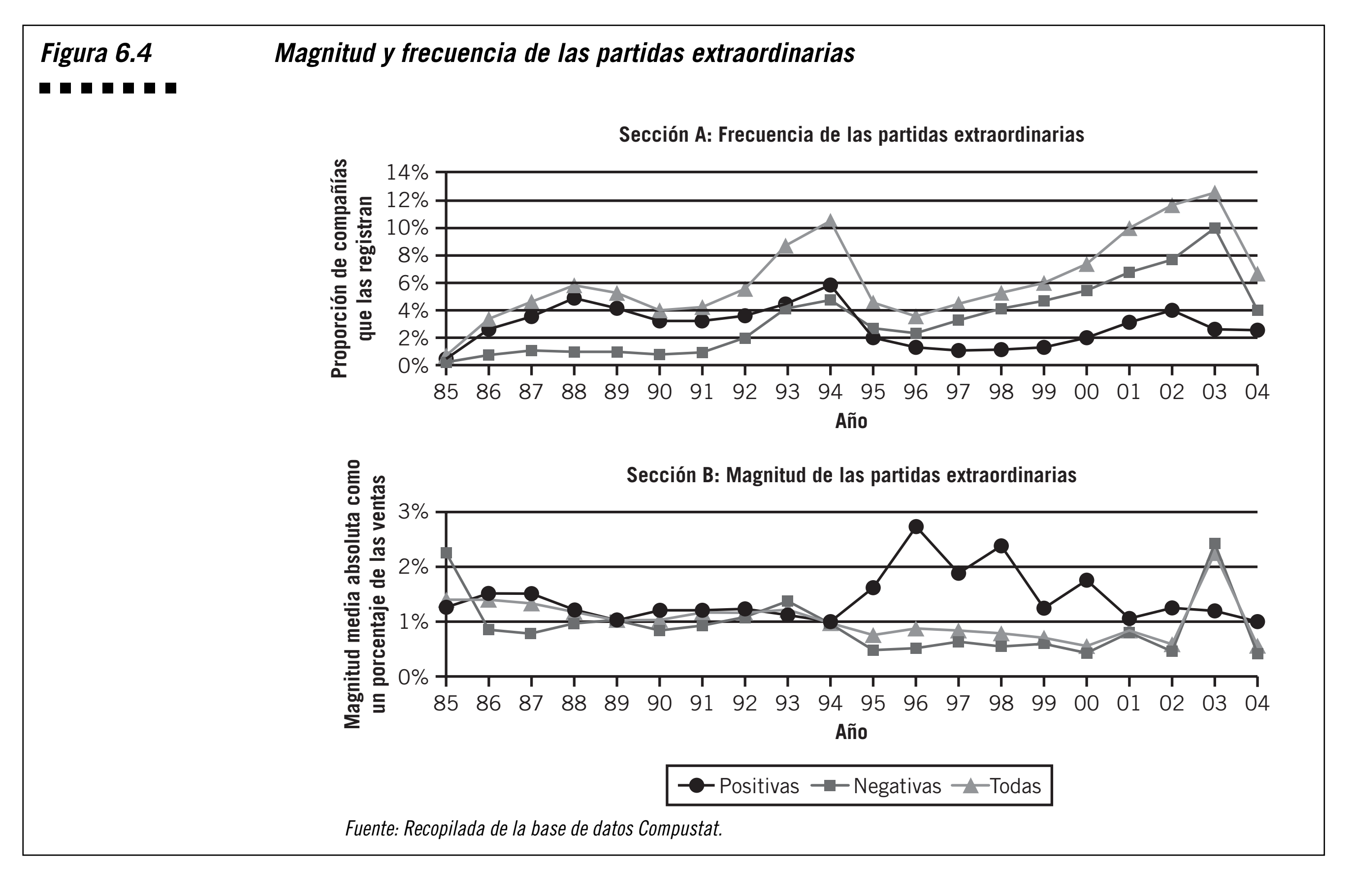
En esta sección se describen varias partidas no recurrentes –entre otras, partidas extraordinarias, segmentos discontinuos, cambios contables, cargos de reestructuración y partidas especiales– conjuntamente con su análisis e interpretación.

Partidas extraordinarias

Las partidas extraordinarias se distinguen por su naturaleza excepcional y por lo ocasional de su ocurrencia. Antes de la aprobación de la *SFAS 145* (en vigor para los ejercicios fiscales que comienzan después de mayo de 2002), la inmensa mayoría de las partidas extraordinarias eran ganancias y pérdidas provenientes de la extinción temprana de la deuda. Otras incluían pérdidas por desastres naturales y expropiación de activos. Sin embargo, la proporción de compañías que registran partidas extraordinarias ha disminuido en forma muy marcada. Esto se debe a que conforme a los estándares contables actuales, las ganancias y pérdidas relacionadas con la extinción de la deuda deben ser tanto inusuales como infrecuentes (examínese el estudio de los criterios a continuación) para clasificarse como una partida extraordinaria, y el refinanciamiento de la deuda por lo común no cumple esos criterios.

Las partidas extraordinarias se clasifican por separado en el estado de resultados. Debido a los estrictos criterios para la clasificación, las partidas extraordinarias son inusuales. La figura 6.4 muestra la frecuencia y la magnitud de las partidas extraordinarias. La proporción de compañías que registran partidas extraordinarias por lo común es inferior a 6%, pero se ha incrementado a tanto como 12.4% de las compañías que las declaran. Las partidas extraordinarias, cuando ocurren, por lo común constituyen menos de 3% de las ventas. La proporción de partidas extraordinarias positivas y negativas es más o menos la misma.

Figura 6.4 ***Magnitud y frecuencia de las partidas extraordinarias***



Fuente: Recopilada de la base de datos Compustat.

Contabilidad para partidas extraordinarias

Para calificarse como extraordinaria, una partida debe ser *tanto* de una naturaleza inusual *como* infrecuente. Estos términos se definen como sigue:

- **Naturaleza inusual.** Un suceso o una operación con un alto grado de anormalidad y que no está relacionada, o está sólo incidentalmente relacionada, con las actividades ordinarias y típicas de la compañía.
- **Ocurrencia infrecuente.** Un suceso o una operación que no se espera razonablemente que se repita en un futuro inmediato.

Las partidas extraordinarias se registran, netas de impuestos, como partidas de un renglón separado en el estado de resultados después de ingreso continuo. Cuando una compañía registra partidas extraordinarias, el ingreso continuo se llama *ingreso antes de partidas extraordinarias*. Cualquier partida que sea inusual o infrecuente (es decir, que no presente ambas características) no se puede clasificar como una partida extraordinaria.

La práctica también requiere que las compañías *no* registren algunas ganancias y pérdidas como partidas extraordinarias porque no son de una naturaleza insólita y se espera que recurran como consecuencia de la actividad comercial acostumbrada y continua. Algunos ejemplos incluyen:

- Rebaja del valor o la cancelación de partidas por cobrar, inventarios, equipo arrendado a otros, costos diferidos de investigación y desarrollo, u otros activos intangibles.
- Ganancias o pérdidas sobre la disposición de un segmento de negocios.
- Ganancias o pérdidas de la venta o abandono de inmuebles, planta o equipo.
- Efectos de una huelga, incluidos los de las huelgas contra competidores y principales proveedores.
- Ajuste de acumulaciones sobre contratos a largo plazo.

Análisis de partidas extraordinarias

Las partidas extraordinarias son de una naturaleza no recurrente. Por consiguiente, un analista excluye las partidas extraordinarias cuando calcula el ingreso permanente. Las partidas extraordinarias también se excluyen del ingreso cuando se hacen comparaciones a lo largo del tiempo o entre compañías. Sin embargo, aun cuando las partidas extraordinarias son transitorias, causan un costo (o beneficio) para la compañía, dólar por dólar. Por consiguiente, un analista debe incluir toda la cantidad de la partida extraordinaria cuando calcula el ingreso económico.

La naturaleza de las partidas extraordinarias a menudo es de operación. Sin embargo, difieren de los ingresos y gastos normales de operación puesto que no son recurrentes. Por ejemplo, una pérdida de inventario causada por un incendio ocurre como parte de las operaciones de la compañía (y revela la naturaza de los riesgos de operación inherentes en el negocio de la compañía), pero no se espera que suceda de manera regular. Por consiguiente, las partidas extraordinarias que resultan de las operaciones comerciales de una compañía se incluyen cuando se calcula el ingreso de las operaciones, pero se excluyen cuando se determina el ingreso permanente. Las partidas extraordinarias también revelan las exposiciones al riesgo de una compañía. Aun cuando estos riesgos podrían ser remotos, su ocurrencia sugiere la posibilidad de una recurrencia en alguna fecha futura. La gran magnitud de la mayoría de las pérdidas extraordinarias también motiva el análisis incluso cuando su ocurrencia es poco frecuente. En algunos casos, las partidas extraordinarias podrían repetirse, aun en forma infrecuente. Por ejemplo, un almacén cerca de la playa en un área susceptible a huracanes podría incurrir en daños por inundación cada ciertos años. Un analista debe considerar esto cuando evalúa la capacidad sustentable de generar utilidades.

PUNTO DE VISTA DEL ANÁLISIS ***...USTED ES EL ACREEDOR***

Su compañía le suministra materia prima a Chicago Construction Corp. El trabajo de usted es evaluar anualmente a los clientes en lo que concierne a términos y políticas de crédito. La utilidad neta de Chicago Construction para este año disminuyó en 12%. El análisis de los estados financieros señala que esta disminución se debe a una pérdida extraordinaria atribuida a un incendio en un sitio de construcción. En ausencia de esta pérdida extraordinaria, el ingreso habría aumentado en 23%. ¿Cuál es su evaluación del crédito de Chicago Construction?

Respuesta, página 351

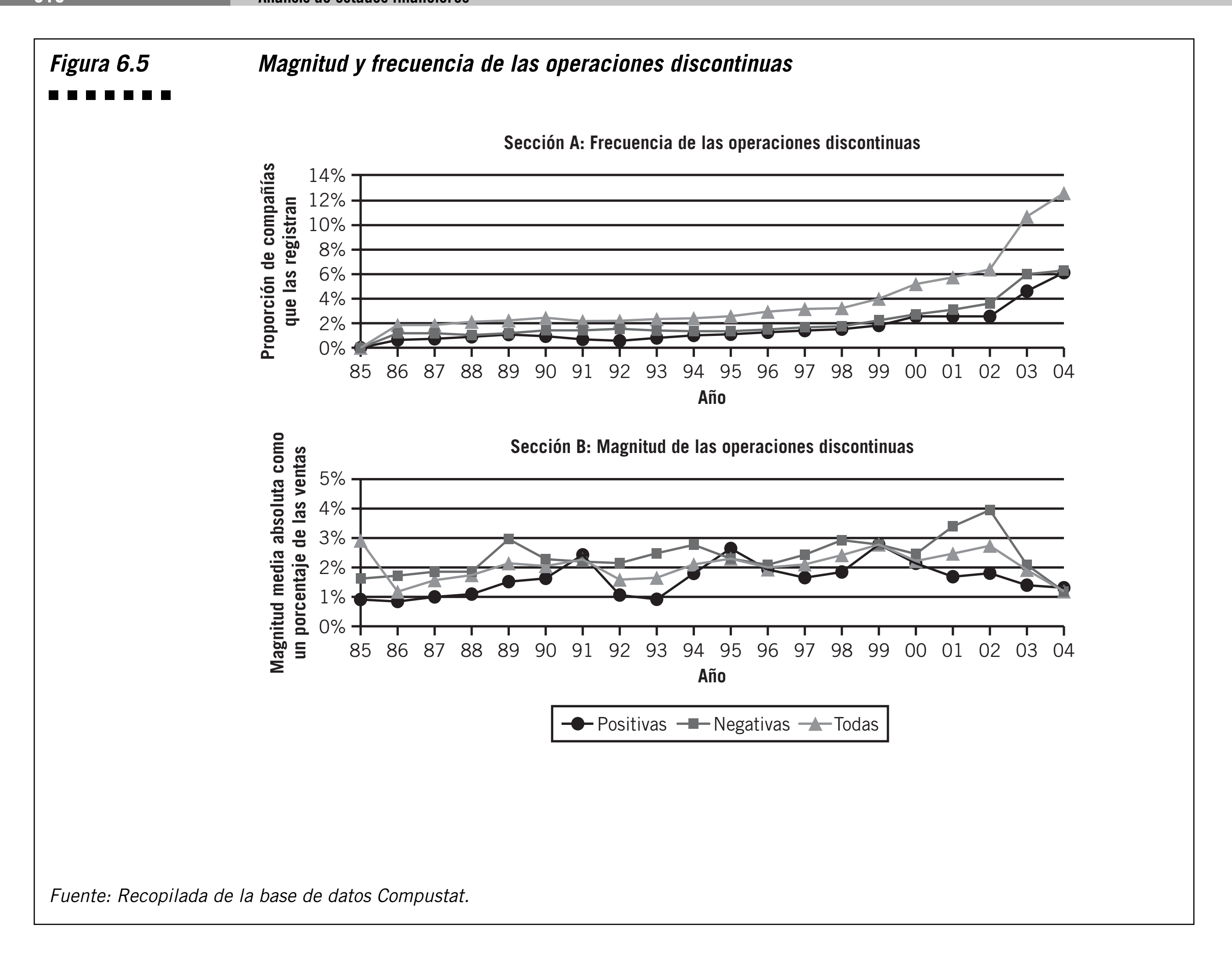
Operaciones discontinuas

Las compañías en ocasiones eliminan divisiones enteras o líneas de productos. Cuando esas disposiciones corresponden a segmentos de negocios identificables por separado, se les concede un trato contable especial en el estado de resultados. La figura 6.5 muestra la magnitud y la frecuencia de las operaciones discontinuas durante las dos últimas décadas. A mediados de la década de 1990, aproximadamente 2% de las compañías que cotizaban en bolsas de valores registraron operaciones discontinuas en sus estados de resultados. Desde esa época, la frecuencia de esas partidas se ha incrementado en forma muy marcada hasta alrededor de 12% en 2004. Sin embargo, la magnitud de las operaciones discontinuas como porcentaje de las ventas se ha mantenido muy constante en alrededor de 2% de las ventas, aun cuando las disminuciones en el ingreso tienden a ser más grandes que el efecto de las operaciones discontinuas, resultando en incrementos netos. Las operaciones discontinuas, cuando ocurren, constituyen un componente considerable de la utilidad neta.

Contabilidad para operaciones discontinuas

Para calificar como operaciones discontinuas, los activos y las actividades comerciales del segmento eliminado deben ser claramente distinguibles (tanto física como operacionalmente) de los activos y las actividades comerciales de la entidad restante. Por ejemplo, la discontinuación de toda una línea de productos por lo común califica como una operación discontinuada, pero no como la discontinuación de una marca particular. En el proceso de decidir qué es lo que constituye una operación discontinua interviene el juicio, ya que ello depende de la naturaleza y

Figura 6.5 **Magnitud y frecuencia de las operaciones discontinuas**



Fuente: Recopilada de la base de datos Compustat.

la escala del negocio de una compañía –lo que constituye una operación discontinua para una compañía podría no serlo para otra–. Las compañías también registran las ganancias o pérdidas de las operaciones discontinuas cuando venden sus participaciones (ya sea total o parcialmente) en una subsidiaria consolidada.

La contabilidad y el registro de las operaciones discontinuas son dobles. Primero, los estados de resultados para el año actual y los dos años anteriores se actualizan después de excluir los efectos de las operaciones discontinuas del renglón de partidas que determinan el ingreso continuo. Segundo, las ganancias o pérdidas correspondientes a las operaciones discontinuas se registran por separado, netas de sus efectos de impuestos relacionados y se excluyen del ingreso continuo. El ingreso continuo se llama *ingreso antes de operaciones discontinuas* cuando se registran las operaciones discontinuas.

Una compañía asienta las ganancias o pérdidas de las operaciones discontinuas (para el año actual y los dos años anteriores) en dos categorías: 1) ingreso de operación, o pérdida de operaciones discontinuas hasta que la administración se comprometa con la eliminación, y 2) ganancias y pérdidas sobre la disposición, incluyendo el ingreso o la pérdida de las operaciones durante la fase de discontinuación. En el ejemplo 6.1 se explica el registro de las operaciones discontinuas.

EJEMPLO 6.1

Kmart ha convenido en vender un interés mayoritario en su subsidiaria consolidada, Builders Square. Conforme a ello, Kmart registró una pérdida después de impuestos sobre la disposición de operaciones discontinuas de 385 millones de dólares en el año 6 y actualizó su estado de resultados de los dos años anteriores para reflejar esta discontinuación. Esta actualización resultó en una pérdida de 260 millones de dólares en el año anterior, que fue la pérdida de operaciones de Builders Square para ese año. El lado izquierdo del extracto que aparece a continuación muestra la parte inferior del estado de resultados de Kmart (de su informe anual del año 6). El lado derecho muestra los estados de resultados originales y actualizados para el año 5 y una explicación de la pérdida de 260 millones de dólares sobre las operaciones discontinuas. Observe que la pérdida sobre la disposición de las operaciones discontinuas incluye 61 millones de dólares (446 millones menos 385 millones) en el año 6 y 30 millones de dólares en el año 5 relacionados con *otras* discontinuaciones *ajenas* a la de Builders Square.

PORCIÓN INFERIOR DEL ESTADO DE RESULTADOS

	Año 6	Año 5
Utilidad neta (pérdida) de las operaciones continuas antes de la partida extraordinaria	$231	$(230)
Pérdida de las operaciones discontinuas, neta de impuestos	(5)	(260)
Pérdida sobre la disposición de operaciones discontinuas, neta de impuestos	(446)	(30)
Partida extraordinaria	—	(51)
Utilidad neta (pérdida)	$(220)	$(571)

DECLARACIÓN DE IMPUESTOS ORIGINAL Y ACTUALIZADA PARA EL AÑO 5

	Original	Actualizada (Builders)	Diferencia
Utilidad neta (pérdida) de las operaciones continuas antes de la partida extraordinaria	$(490)	$(230)	$(260)
Pérdida de las operaciones discontinuas, neta de impuestos		(260)	
Pérdida sobre la disposición de operaciones discontinuas, neta de impuestos	(30)	(30)	
Partida extraordinaria	(51)	(51)	
Utilidad neta (pérdida)	$(571)	$(571)	

Análisis de operaciones discontinuas

El análisis es futurista y orientado a las decisiones. Por consiguiente, para propósitos del análisis, todos los efectos de las operaciones discontinuas se deben eliminar del ingreso actual y pasado. Esta regla es válida ya sea si el objetivo es determinar el ingreso económico o el permanente, o determinar el ingreso de operación o el ajeno a las operaciones. El ajuste es directo para el año actual y los dos años anteriores, puesto que se requiere que las compañías actualicen sus estados de resultados y registren por separado el ingreso o la pérdida sobre las operaciones discontinuas. Esa clase de información no existe preparada para los años anteriores. Algunas compañías actualizan el resumen de la información financiera, incluido el ingreso, para los 10 años anteriores, el cual se puede luego usar. De igual manera, algunas compañías registran por separado información acerca de varios años anteriores. Sin embargo, en la mayoría de los casos esta información no está disponible. En tales situaciones, un analista debe tener cuidado cuando hace un análisis intertemporal; por ejemplo, evaluar los patrones del ingreso a lo largo del tiempo.

En lo que concierne a la condición financiera de una compañía, un analista debe eliminar los activos y pasivos de las operaciones discontinuas del balance (si no se han eliminado ya). Las cantidades de activos y pasivos por lo común se proporcionan en las notas aclaratorias al pie de página. Sin embargo, las ganancias o pérdidas acumulativas de las operaciones discontinuas no se deben eliminar del capital.

Cambios contables

Las compañías pueden cambiar los métodos y las suposiciones contables en que se sustentan los estados financieros por varias razones. En ocasiones, los métodos contables se cambian debido

a un nuevo estándar contable. Otras veces, los métodos, las suposiciones contables, o ambos, se cambian para que reflejen mejor las actividades o condiciones cambiantes del negocio. Asimismo, los administradores en ocasiones cambian los métodos, las suposiciones contables, o ambos, para mejorar ficticiamente los estados financieros, en particular para administrar las ganancias. A fin de desalentar a los administradores respecto a un cambio injustificado de un método contable a otro, los estándares contables requieren que "en la preparación de los estados financieros haya una suposición de que un principio contable, una vez adoptado, no se debe cambiar para explicar sucesos y operaciones de un tipo similar... la suposición de que una entidad no debe cambiar un principio contable se podría ignorar sólo si la empresa justifica el empleo de un principio contable alternativo aceptable comprobando que éste es superior".

Los estándares contables distinguen entre cuatro tipos de cambios contables: 1) un cambio en el principio contable, 2) un cambio en el estimado contable, 3) un cambio en la entidad que declara y 4) la corrección de un error. A continuación se explican los requerimientos en cuanto a registro correspondientes a cada tipo y se examinan las implicaciones en su análisis.

Registro de cambios contables

Cambio en un principio contable. Un cambio en un principio contable ocurre cuando una compañía cambia de un principio contable generalmente aceptado a otro principio contable generalmente aceptado. La frase *principio contable* se refiere tanto a los estándares y las prácticas contables utilizados como a los métodos de aplicarlos. Un ejemplo de un cambio en un principio contable es un cambio en el método de depreciación, de línea recta a acelerada.

Con arreglo a los estándares contables actuales, cuando ocurre un cambio, el ingreso del periodo actual se calcula utilizando el nuevo principio. El efecto acumulativo de este cambio en el principio (neto de impuestos) sobre las ganancias retenidas al inicio del periodo se calcula cuando ocurre el cambio. Este efecto acumulativo se asienta en el estado de resultados después de las partidas extraordinarias, pero antes de la utilidad neta. Este cálculo es un ajuste de "ponerse al día", debido a que los estados financieros previamente publicados no se revisan.

El FASB recientemente puso en circulación un borrador de exposición que reemplaza el trato del efecto acumulativo, descrito en el párrafo anterior, con aplicación retrospectiva. Es decir, la declaración propuesta requerirá la actualización de las declaraciones de los periodos previos al principio contable recién adoptado, junto con la aplicación prospectiva de ese mismo principio. Si la actualización es inviable, entonces las compañías aplicarán el principio a partir de la primera fecha factible.

El ejemplo 6.2 ilustra un cambio en el principio contable conforme al estándar actual.

Cambio en el estimado contable. La contabilidad según el principio de acumulación requiere estimados de partidas, como vidas útiles de los activos, costos de garantía, inventario obsoleto, suposiciones de pensiones, y partidas por cobrar incobrables. Todo esto se conoce como *estimados contables*. Los estimados contables son aproximaciones basadas en condiciones futuras desconocidas. Como tales, los estimados contables pueden cambiar. Existen ciertos requerimientos contables y de divulgación cuando ocurren cambios en los estimados contables. Son:

- **Aplicación prospectiva.** Se da razón de un cambio en el periodo en que ocurre el mismo y, si es pertinente, en los periodos futuros si ocurre algún efecto (no hay actualización retroactiva).
- **Divulgación vía notas.** Divulgar los efectos del cambio tanto sobre la utilidad neta como sobre el ingreso antes de partidas extraordinarias (incluidas las ganancias por acción) sólo para el periodo actual, incluso cuando un cambio afecte los futuros periodos.

EJEMPLO 6.2

El siguiente extracto es un ejemplo del informe de un cambio en el principio contable:

SEABOARD CORPORATION: DECLARACIÓN CONSOLIDADA DE LAS GANANCIAS

(Miles de dólares)	Año 6	Año 5	Año 4
Ganancias antes del efecto acumulativo de un cambio en el principio contable	$2 840	$20 202	$35 201
Efecto acumulativo de cambiar la contabilidad para el inventario (neto de 1 922 dólares de impuestos)	3 006	—	—
Ganancias netas	$5 846	$20 202	$35 201

Nota: Inventarios

Durante el cuarto trimestre del año 6, la compañía cambió su método de contabilidad para piezas de refacción y suministros utilizados en las operaciones de procesamiento de aves y puerco, en vigor en forma retroactiva el 1 de enero del año 6. Antes, el costo de esas piezas de refacción y los suministros se desembolsaba cuando se compraban. Conforme al nuevo método, las compras se registrarán como inventario y se cargarán a operaciones cuando se utilicen. La compañía cree que este método es preferible ya que proporciona una mejor correspondencia de ingresos y gastos. El efecto acumulativo de este cambio contable el 1 de enero del año 6 fue incrementar la utilidad neta en 3 006 dólares, o 2.02 dólares por acción común. El efecto de este cambio contable fue incrementar el ingreso antes del efecto acumulativo del cambio en el principio contable en 788 000 dólares, o 0.53 dólares por acción común para el ejercicio que terminó el 31 de diciembre del año 6. El efecto pro forma de esta aplicación retroactiva de este nuevo método de contabilidad no afecta de un modo considerable los resultados de las operaciones para los ejercicios que terminaron el 31 de diciembre del año 5 y del año 4.

El ejemplo 6.3 identifica un ejemplo de un cambio en el estimado contable.

EJEMPLO 6.3

Delta Airlines depreciaba previamente su equipo de vuelo a lo largo de 15 años, utilizando un valor de rescate de 10%. En el cuarto trimestre de un año reciente, Delta cambió su política de depreciación a una que supone una vida útil de 20 años con un valor de rescate de 5%. Este cambio disminuyó el gasto de depreciación de Delta en la suma de 36 millones de dólares en ese cuarto trimestre y, en consecuencia, incrementó su utilidad neta en el ejercicio fiscal en la suma de 22 millones de dólares.

Conforme al estándar recién propuesto, además de los estimados de las vidas útiles y los valores de rescate, los cambios en las políticas de depreciación (como en línea recta a saldo decreciente) también se tratarán como un cambio en el estimado y se aplicarán eventualmente.

Análisis de cambios contables

Hay varios puntos que un analista debe considerar cuando analiza los cambios contables. En primer lugar, los cambios contables son "cosméticos" y no producen consecuencias del flujo de efectivo, ya sea presente o futuro. Esto significa que la condición financiera de una compañía no resulta afectada por un cambio en la contabilidad.

En segundo, aun cuando un cambio contable es cosmético, en ocasiones *refleja* mejor la realidad económica. Por ejemplo, la decisión de una compañía de prolongar las vidas depreciables de su maquinaria podría ser un intento para igualar mejor los costos con los patrones de uso reales. En principio, una condición necesaria para un cambio en los métodos contables es que el cambio refleje mejor las actividades económicas fundamentales.

D&O COSTOSOS

Los proveedores de cobertura de obligaciones para directores y funcionarios (D&O, directors and officers) están exigiendo a sus clientes una divulgación completa. La alternativa es primas mucho más elevadas, o ninguna cobertura. Están rechazando a compañías por prácticas dudosas de reconocimiento de ingresos, controles internos deficientes y actualizaciones financieras. El año pasado una compañía habría pagado algunos cientos de miles de dólares al año por una cobertura de D&O que ahora cuesta más de 1 millón de dólares.

Tercero, un analista debe estar alerta de la administración de las utilidades. La administración de las ganancias es algo menos que un problema en la adopción de los nuevos estándares –aunque los administradores podrían fijar su adopción para un periodo cuando su efecto sea más favorable (o menos perjudicial)–. Sin embargo, en el caso de los cambios contables voluntarios, la administración de las ganancias constituye un motivo probable. Aun cuando los administradores en ocasiones administran las utilidades por medio de cambios en los principios contables, el método más popular y astuto de administrar las ganancias es cambiando los estimados contables. A diferencia de un cambio en un principio contable, donde el efecto acumulativo se pone de relieve en el estado de resultados, la información sobre los cambios en los estimados a menudo se esconde en las notas. Para ilustrar lo anterior, el motivo del cambio de Delta Airlines en su política de depreciación, que se describe en el ejemplo 6.3, se hace evidente cuando se examina el patrón de las pérdidas de operación alrededor de esa época: año 2, (675) millones de dólares; año 3, (575) millones de dólares; año 4, (447) millones de dólares. Este patrón describe un mejoramiento marcado a lo largo del tiempo: un decrecimiento compuesto en las pérdidas de 13% anual. Sin embargo, cuando se actualizan las cifras registradas conforme a los métodos de depreciación originales, se observa el siguiente patrón en las pérdidas de operación: año 2, (675) millones de dólares; año 3, (609) millones de dólares; año 4, (583) millones de dólares. Esto señala que el cambio contable incrementa el ingreso en la suma de 34 millones de dólares en el año 3 y en la suma de 136 millones de dólares en el año 4. Por consiguiente, la disminución en las pérdidas de operación utilizando los datos originales es de sólo 5% anual.

Otra conexión con los cambios contables es la manipulación de las ganancias. A diferencia de la administración de las ganancias, que es un mejoramiento ficticio dentro de los límites de los GAAP, la manipulación de las ganancias se origina cuando las compañías se desvían más allá de las prácticas aceptables. Cuando el personal de la SEC detecta esas prácticas contables, se pide a la compañía que actualice sus estados financieros. Esas actualizaciones, registradas en *Accounting Enforcement Releases* (*AER*, Desplegados contables obligatorios), sugieren que una compañía está adoptando prácticas contables demasiado agresivas. Aun cuando ocurren errores involuntarios, un analista se debe preocupar cuando la SEC obliga a una compañía a actualizar sus estados financieros. Como mínimo, esto refleja una calidad deficiente de las ganancias, por lo que un analista debe poner mayor cuidado cuando analiza los estados financieros de esas compañías.

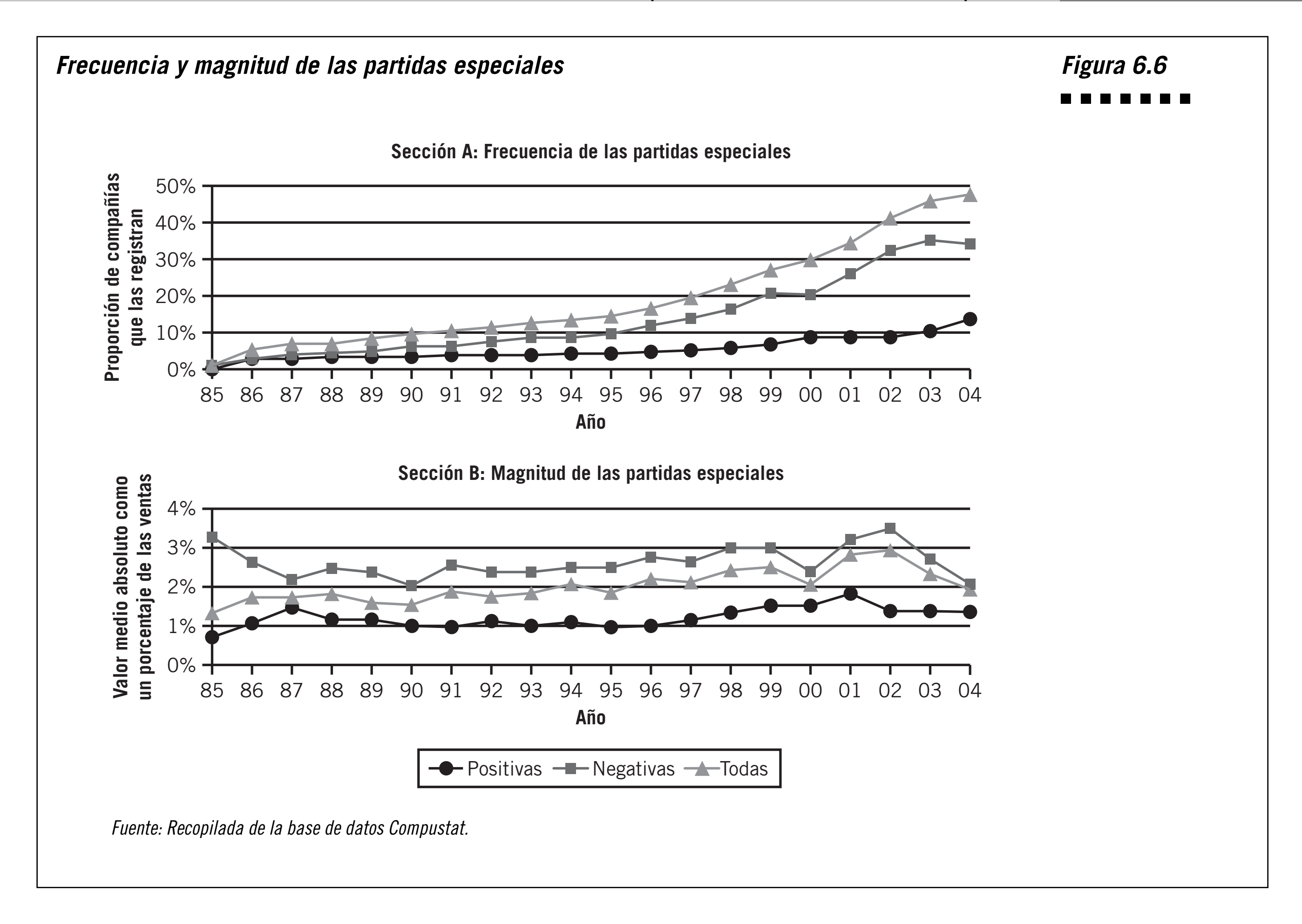
Cuarto, un analista debe evaluar el efecto de los cambios contables sobre las comparaciones a lo largo del tiempo. Es importante que un analista compare "manzanas con manzanas". Esto quiere decir que se debe asegurar de que cualesquiera comparaciones (en especial a lo largo del tiempo) se hagan con una serie congruente de reglas contables. Si una compañía registra los efectos de los cambios contables para los datos de los años anteriores en sus notas, la historia del ingreso se puede ajustar. Si no se registra dicha información, un analista debe estar consciente de las limitaciones potenciales de cualesquiera comparaciones a lo largo del tiempo. Esto es importante porque las compañías en ocasiones cambian los estimados contables para mejorar en forma ficticia la historia de las ganancias.

Por último, un analista quisiera evaluar el efecto de un cambio contable tanto sobre el ingreso económico como sobre el ingreso permanente. A fin de estimar el ingreso permanente, el analista puede utilizar las cifras registradas conforme al nuevo método e ignorar el efecto acumulativo. Para estimar el ingreso económico del periodo actual, se incluyen tanto el efecto actual como el acumulativo. De manera más general, un analista debe evaluar la capacidad del cambio de reflejar mejor la realidad económica. Si el cambio es arbitrario o afecta la capacidad de las cifras de reflejar la realidad económica, entonces es posible deshacer los efectos del cambio utilizando la información en la nota.

Partidas especiales

Las partidas especiales se refieren a operaciones y sucesos que son inusuales o infrecuentes, pero no ambas cosas. Estas partidas por lo común se registran como renglones de partidas separadas en el estado de resultados *antes del* ingreso continuo. A menudo, las partidas especiales son partidas no rutinarias que no cumplen los criterios para ser clasificadas como extraordinarias.

Frecuencia y magnitud de las partidas especiales **Figura 6.6**

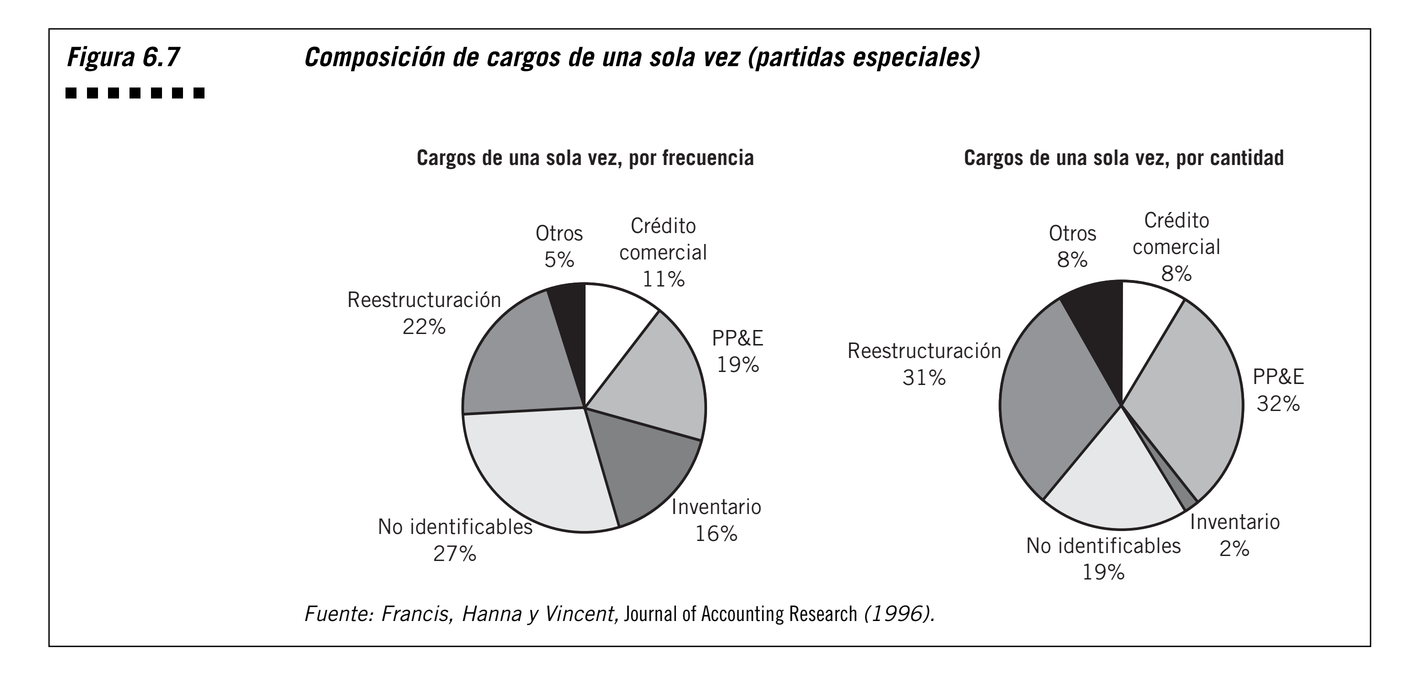


Fuente: Recopilada de la base de datos Compustat.

Las partidas especiales constituyen la clase más común e importante de las partidas no recurrentes. Como se observa en la figura 6.6, su frecuencia está incrementando. El porcentaje de compañías que registran partidas especiales se ha incrementado considerablemente, de 1% durante la década de 1980 hasta alrededor de 48%. La mayor parte de este incremento se ha concentrado en las partidas especiales que reducen el ingreso, principalmente gastos de reestructuración. La magnitud de las partidas especiales se ha mantenido muy constante en alrededor de 2% de las ventas, esto con más efectos negativos que positivos en cuanto a valor absoluto. Estas partidas, cuando ocurren, causan un efecto considerable sobre las utilidades registradas, a menudo convirtiendo un año rentable en una pérdida. Las partidas especiales por lo general son las partidas más transitorias en el ingreso de las operaciones continuas.

La figura 6.7 muestra la composición de los cargos especiales de una sola vez, tanto por frecuencia como por valor en dólares. Los cargos de reestructuración y las cancelaciones (Write-offs) de activos de crédito comercial, inventario, propiedad, planta y equipo (PP&E) constituyen el grueso de dichos cargos. De ellos, la afectación de activos de larga vida y los cargos de reestructuración constituyen las dos categorías principales de partidas especiales. Hay dos diferencias entre ellas. Primera, los cargos de reestructuración están relacionados con reorganizaciones importantes de toda una compañía o de una división de la misma. La reestructuración a menudo significa un cambio en la estrategia comercial o en el financiamiento, o una reorganización física del negocio. Por otra parte, las afectaciones de activos son de alcance más limitado, ya que implican la disminución del valor o la cancelación contable de una clase de activos. La segunda diferencia importante es que las afectaciones de activos son principalmente ajustes de la contabilidad según el principio de acumulación, mientras que los cargos de reestructuración con frecuencia implican considerables compromisos del flujo de efectivo, ya sea contemporáneos o en el futuro.

Figura 6.7 ***Composición de cargos de una sola vez (partidas especiales)***



Fuente: Francis, Hanna y Vincent, Journal of Accounting Research *(1996).*

Las partidas especiales les plantean ciertos retos a los analistas. En primer lugar, las implicaciones económicas de las partidas especiales, como cargos de reestructuración, son complejas. En segundo, muchas partidas especiales son de una naturaleza discrecional y, por consiguiente, son útiles para las metas de la administración de las ganancias. El resto de esta sección se enfoca en los dos tipos principales de partidas especiales: afectaciones de activos y cargos de reestructuración. Se describen la contabilidad y el registro de estas partidas y se examinan las implicaciones en su análisis.

Afectaciones de activos

Deterioro económico de activos de larga vida. Se dice que un activo de larga vida se afecta cuando su valor justo (valor de mercado o valor de su utilización dentro de la compañía) está por debajo de su valor de traslado (valor en libros en el balance). Las afectaciones de activos ocurren por muchas razones, entre otras una disminución en el valor de mercado del activo, una disminución en la demanda del mercado para la producción del activo, una tecnología obsoleta, y cambios en la estrategia de negocios de la compañía. Las afectaciones de activos son un producto secundario del conservadurismo –registrar a lo más bajo del costo o del mercado–. Los GAAP no permiten la actualización del valor contable de los activos.

La afectación de activos se debe distinguir tanto de las reestructuraciones como de las disposiciones de segmentos. Ya se han estudiado las diferencias entre una reestructuración y una afectación de activos anteriormente. Una afectación de activos también es diferente de la disposición de un segmento de negocios, tanto en su trato contable como en sus implicaciones económicas. En una disposición, una compañía vende uno o más activos, o un segmento de negocios, y deja de operar los activos de los cuales dispuso. En contraste, un activo afectado, aun cuando se puede vender o disponer de él en cualquier forma, a menudo se retiene en la compañía y se opera a un nivel reducido, se mantiene inactivo, o se abandona. Desde un punto de vista contable, la disposición de un segmento de negocios se trata como las operaciones discontinuas examinadas con anterioridad, mientras que las afectaciones de activos se registran como partidas especiales.

La norma *SFAS 121* prescribe un procedimiento de dos pasos para determinar la cantidad de la afectación. En primer lugar, una afectación de activos se reconoce cuando el valor de traslado del activo es inferior al valor *no descontado* de los futuros flujos de efectivo esperados del activo. En segundo, una vez que se satisface esta condición, la cantidad de la pérdida se mide como la

diferencia entre el valor de traslado del activo y su valor justo, que es igual al valor *descontado* de los futuros flujos de efectivo esperados del activo si su valor justo no puede ser determinado de acuerdo al mercado.

Este estándar no requiere una divulgación acerca de la determinación de la cantidad de la afectación ni requiere una divulgación acerca de las probables afectaciones de activos. El estándar también permite cierta flexibilidad para determinar cuándo y en qué cantidad debe cancelarse el valor de un activo, y no requiere un plan para la disposición del activo. El ejemplo 6.4 muestra una divulgación representativa de la afectación de activos.

EJEMPLO 6.4

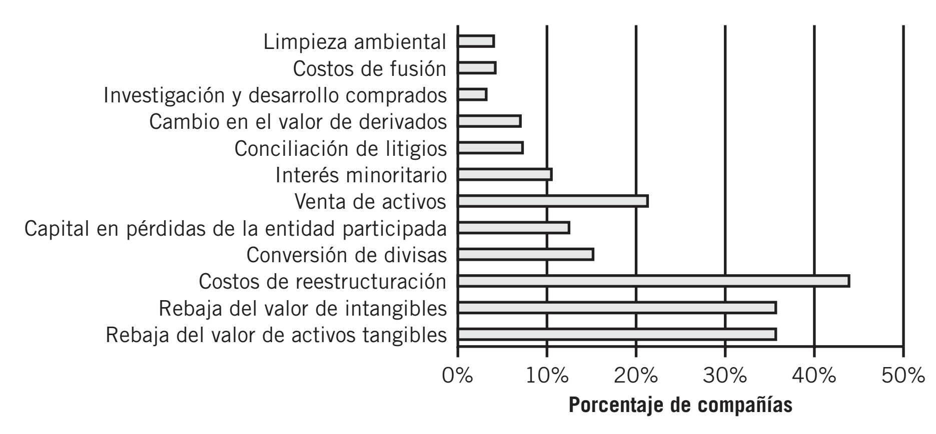
Chiron Corp. registró una pérdida por afectación de 31.3 millones de dólares en su declaración de ingresos correspondiente a sus instalaciones de fabricación en Puerto Rico. La compañía divulga la siguiente información en sus notas: "El efecto acumulativo sobre las necesidades de fabricación de la compañía de tendencias recientes del producto llevó a la administración a concluir que Chiron tiene hoy un exceso de capacidad de fabricación en relación con sus necesidades proyectadas. De manera específica, la administración concluyó que la necesidad que tenía la compañía de su inactiva instalación farmacéutica de llenado y acabado en Puerto Rico (la 'instalación de Puerto Rico'), originalmente equipada como un segundo sitio de fabricación de Betaseron, fue eliminada debido a los mejoramientos en el proceso de fabricación y al efecto acumulativo de la introducción de un producto competidor...[más adelante] la administración determinó que no podía encontrar una utilización adecuada para la instalación de Puerto Rico consistente con sus expectativas previas de usar la instalación como una planta de fabricación por contrato. Como resultado, la compañía revisó la cantidad de traslado de la instalación de Puerto Rico y los activos relacionados de planta y equipo en lo concerniente a una afectación, de conformidad con la *SFAS 121*. En consecuencia,... la Compañía registró una pérdida por afectación de 31.3 millones de dólares para registrar la instalación de Puerto Rico y la máquina y el equipo relacionados a sus valores justos de mercado individuales estimados, determinados sobre la base de evaluaciones independientes."

Afectación de otros activos. Además de la afectación de activos de larga vida, las compañías en ocasiones cancelan otros tipos de activos, como partidas por cobrar, inventarios y crédito comercial. Aun cuando es posible determinar con exactitud razonable los valores del inventario y de las partidas por cobrar, la cancelación del crédito comercial es el resultado de un proceso de valuación y, por consiguiente, en ocasiones es un tanto subjetiva (véase el capítulo 5).

Cargos de reestructuración

A diferencia de las afectaciones de activos, los cargos de reestructuración por lo común están relacionados con cambios importantes en el negocio y la estrategia de una compañía. La reestructuración usualmente implica una extensa reorganización, que incluye desprendimiento de unidades de negocios, terminación de convenios contractuales, discontinuación de líneas de productos, reducción de trabajadores, cambio en la administración y cancelación de activos, a menudo combinados con nuevas inversiones en planta, tecnología y potencial humano. La reestructuración entraña un costo. Las unidades de negocios desprendidas a menudo se venden con pérdidas, los empleados despedidos exigen una compensación, los activos fijos e inventarios cancelados causan pérdidas, las adquisiciones de arrendamientos son costosas, y es necesario pagar las nuevas inversiones y los mejoramientos. Las compañías por lo común hacen una provisión para el costo del programa de reestructuración, incluidas las acumulaciones para liquidaciones y acumulaciones para rebajas de activos, entre otras. Esta provisión se crea por medio de un cargo de reestructuración, que se carga en su totalidad al estado de resultados actual como una partida especial. Cuando se ejecuta el programa de reestructuración, en ocasiones a lo largo de muchos años, los costos reales se cargan contra la provisión según y cuando se incurre en ellos. El saldo restante en la provisión se muestra como una reserva de reestructuración. Cualquier saldo restante en la reserva a la terminación del programa se invierte, registrándolo de nuevo en ingreso.

Tipos de pérdidas especiales registradas por las compañías



Para ilustrar, Kodak hizo una amplia reestructuración de sus operaciones en 2003 y 2004, aceptando cargos acumulativos en exceso de 1100 millones de dólares. Estos cargos redujeron el ingreso de las operaciones continuas en más de 60% en 2003 y convirtieron su utilidad de 2004 en una pérdida.

Como se menciona en Discusión y análisis de la gerencia, el motivo principal de Kodak para su programa de reestructuración es la reducción de costos. Kodak discute sus actividades de reestructuración en su informe anual de 2004: "En la actualidad, la Compañía está siendo impactada desfavorablemente por la progresión de la sustitución digital. A medida que la Compañía continúe ajustando sus modelos de operación a la luz de las condiciones de negocios cambiantes, es probable que de tiempo en tiempo se requerirán actividades continuas de reducción de costos."

Análisis de partidas especiales

El análisis de partidas especiales es una tarea importante y compleja en el análisis contable. La utilización de estimados crea oportunidades para la administración de las ganancias. Igualmente resulta complicado comprender los aspectos económicos implícitos de las partidas especiales, en especial los cargos de reestructuración. La importancia de las partidas especiales se hace evidente por la frecuencia y el efecto de éstas sobre la utilidad neta de los periodos pasados, presentes y futuros. En esta sección se explica por qué las partidas especiales son una herramienta común para la administración de las ganancias. Luego se describen las implicaciones de los cargos especiales y los ajustes necesarios en los estados financieros.

Administración de las ganancias y cargos especiales. La figura 6.6 demuestra que una gran proporción de partidas especiales, tanto en frecuencia como en magnitud, disminuye el ingreso. Además, a lo largo del tiempo se está incrementando la proporción de compañías que registran partidas que disminuyen el ingreso. Este incremento en los cargos especiales es inquietante y ha atraído la atención de la SEC. Ésta advierte que las técnicas de administración de las utilidades, como la utilización de "cargos de reestructuración de limpia de activos" (big bath), están erosionando la confianza en los informes financieros.

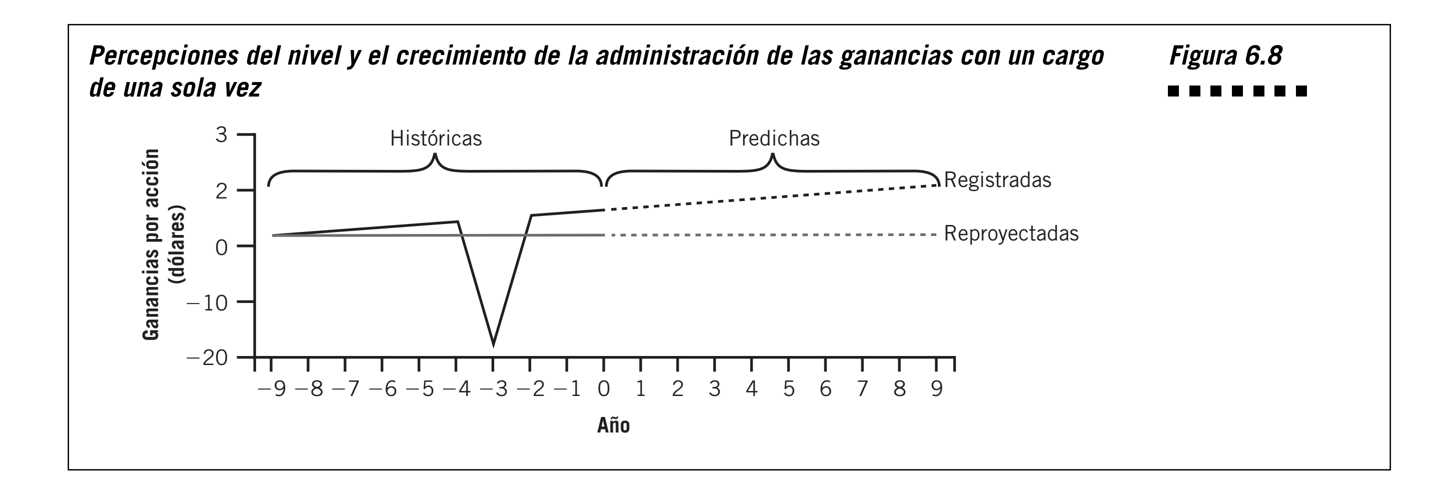
¿Cuál es la razón de registrar cargos especiales? La respuesta es que los cargos de una sola vez preocupan menos a los inversionistas debido a la suposición de que no son recurrentes y, por consiguiente, no persisten en el futuro. Si los analistas los clasifican como transitorios (no recurrentes), el efecto sobre el precio de las acciones disminuye considerablemente.

Para ilustrar, considere una compañía que gana 2 dólares por acción a perpetuidad. Dado un costo de capital de 10%, el valor de esta compañía es 20 dólares (2 dólares/0.10). Ahora, por otra parte, suponga que esta compañía sobrestima las ganancias en 1 dólar por acción durante cuatro periodos consecutivos y después los invierte con un solo cargo en el último año, de la siguiente manera:

(Dólares por acción)	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4
Ganancias recurrentes	$3	$3	$3	$ 3
Cargo especial	0	0	0	(4)
Utilidad neta	$3	$3	$3	$(1)

Este patrón de la utilidad neta sugiere un componente permanente de 3 dólares por acción y un componente transitorio negativo de 4 dólares por acción en el año 4. (Recuerde que el efecto de un dólar de ganancias permanentes en el valor de la compañía es igual a ese dólar dividido entre su costo de capital, en tanto que el efecto de un dólar de ganancias transitorias en el valor de la compañía es un dólar.) Conforme a ello, muchos analistas valorarían ingenuamente el valor de una acción de esta compañía en 26 dólares [(3 dólares/0.10) − 4 dólares]. Además, si el analista ignora totalmente este cargo de una sola vez (como lo sugieren algunos analistas), entonces una acción de esta compañía se valúa en 30 dólares (3 dólares/0.10). Estas cantidades son considerablemente distintas del valor correcto de 20 dólares.

La figura 6.8 explica gráficamente este punto. La línea de tiempo refleja ganancias constantes "verdaderas" de 2 dólares por acción desde el año -9 hasta el año 0. La línea registrada indica ganancias asentadas que se administran progresivamente hacia arriba, con un cargo masivo aceptado en el año −3. A finales del año 0, tanto las ganancias acumulativas registradas como las ganancias acumulativas "verdaderas" en realidad son iguales, debido a que toda la administración de las ganancias se ha revertido. Las líneas discontinuas indican pronósticos de las tendencias tanto de las ganancias "verdaderas" como de las ganancias registradas más allá del año 0, basándose en la serie de tiempo de las ganancias pasadas. Se puede ver que es posible crear una ilusión de ganancias permanentes más elevadas y de un crecimiento de las ganancias por medio de la administración regular de las ganancias hacia arriba (por ejemplo, demorando la rebaja del valor de activos afectados o de otras acumulaciones) e invirtiendo las acumulaciones con cargos especiales de una sola vez.



Percepciones del nivel y el crecimiento de la administración de las ganancias con un cargo de una sola vez — ***Figura 6.8***

Esta ilustración muestra que cuando un analista se enfoca sólo en los componentes recurrentes de las ganancias e ignora los cargos no recurrentes, los administradores se sienten motivados a administrar las ganancias de esta manera. La ilustración también muestra que se debe desconfiar de los cargos especiales. Es importante investigar a las compañías que repetidamente hacen cargos de una sola vez para determinar si esos cargos son el resultado de una estrategia de administración de las ganancias.

Ajustes al estado de resultados. Como lo señala la figura 6.8, los cargos de una sola vez pueden distorsionar severamente los patrones y tendencias de las ganancias. Es importante que un analista realice ajustes para determinar el efecto de los cargos especiales, en particular sobre el ingreso permanente. Esta sección explica los ajustes para determinar el ingreso permanente de una compañía y posteriormente estudia los ajustes para determinar el ingreso económico. El ingreso permanente debe reflejar las utilidades de una compañía en circunstancias normales. La mayoría de los cargos especiales constituyen gastos de operación que requieren ser reflejados en el ingreso permanente. A un nivel básico, los cargos especiales reflejan ya sea declaraciones de gastos pasados subestimados, o "inversiones" para el mejoramiento de la futura rentabilidad.

A manera de ejemplo, considere una compañía que invierte 40 millones de dólares en maquinaria para fabricar un medicamento. La compañía espera que el medicamento se venda a lo largo de la vida restante de la patente, que es de ocho años. Conforme a eso, la compañía deprecia la maquinaria (sobre una base en línea recta sin valor de rescate) a lo largo de un periodo de ocho años –el gasto de depreciación es de 5 millones de dólares por año–. Sin embargo, a finales del cuarto año, un producto revolucionario de la competencia elimina del mercado el medicamento de esta compañía. En consecuencia, la compañía deja de producir el medicamento a finales del cuarto año. Asimismo, la maquinaria se desmonta y la compañía reconoce un cargo de afectación de activos de 20 millones de dólares (que es el valor de traslado de la maquinaria a finales del cuarto año). La compañía registra la afectación como un cargo de una sola vez que se espera no vuelva a ocurrir. ¿Está el lector de acuerdo con la evaluación de esta compañía? Inicie por examinar la causa de la afectación del activo. Básicamente, la afectación surgió debido a que la compañía sobrestimó la vida económica del medicamento y, por tanto, de la maquinaria. Esto resultó en un cargo inferior del costo de depreciación durante el periodo de cuatro años en que se utilizó la máquina. El análisis apropiado para este caso sería ajustar el gasto de depreciación suponiendo una vida de cuatro años y actualizar las ganancias pasadas (y actuales). De manera específica, se disminuirían las ganancias del periodo actual (junto con las ganancias de cada uno de los tres años anteriores si se está analizando la tendencia de las ganancias) por 5 millones de dólares.

Un ejemplo real de un escenario así es la rebaja de 31.3 millones de dólares de las instalaciones de fabricación de Chiron en Puerto Rico (véase el ejemplo 6.4). Esta instalación se halla inactiva debido a los mejoramientos del proceso y a la introducción de un producto competidor, lo que originó el reconocimiento de una pérdida por afectación. Es importante observar que los costos de las instalaciones de Puerto Rico son gastos de operación normales y que esos costos se deben asignar a todo el periodo durante el cual las instalaciones han estado en operación –este periodo a menudo se puede determinar examinando los informes financieros pasados–. Si no es posible determinarlos, esos costos se pueden distribuir a lo largo de un periodo arbitrario previo, por ejemplo, de cinco años.

En ocasiones los cargos especiales son "inversiones" para mejorar la futura rentabilidad. Para ilustrar, considere una compañía que moderniza sus procedimientos de adquisición. Esta modernización resulta en una reducción de 20% de la fuerza laboral en el departamento de compras, lo que se espera le ahorre a la compañía 1.3 millones de dólares al año en el futuro. A los trabajadores despedidos les pagan 42 millones de dólares como compensación por despido. La compañía decide desembolsar toda la cantidad como un cargo de una sola vez. A primera vista, este trato contable parece razonable. Sin embargo, observe que se espera que el despido de los trabajadores reduzca los gastos futuros en la suma de 1.3 millones de dólares al año. En consecuencia, la compensación por despido de 4.2 millones de dólares es similar a una inversión en un activo a largo plazo que se espera genere ingresos netos (o costos reducidos) de 1.3 millones de dólares al año en el futuro. Esto significa que la contabilidad apropiada es asignar los 4.2 millones de dólares a lo largo del periodo actual y de los futuros periodos cuando se espera que se realicen estos beneficios. Si no se puede determinar este periodo, entonces es posible utilizar un estimado –por ejemplo, un periodo de cinco años–.

La mayoría de los cargos de reestructuración son, por lo menos en parte, en forma de una inversión. Uno de los objetivos de los programas de reestructuración es modernizar las operaciones de una compañía, con el fin de mejorar la futura rentabilidad. Un programa de reestructuración que consista en flujos de salida de efectivo, como compensación por despido y ajustes de acumulación, como cancelaciones de activos, es un tipo de inversión para mejorar la futura rentabilidad. Conforme a ello, el análisis debe asignar esa porción del cargo de reestructuración a lo largo de los futuros periodos en los cuales se espera obtener los beneficios del programa de reestructuración.

Una advertencia: debido a que los cargos de reestructuración por lo común influyen en varios años diferentes, un analista a menudo necesita examinar los informes de los años anteriores con el fin de estimar el efecto de la asignación de cargos de reestructuración pasados para determinar el ingreso permanente. Asimismo, a diferencia del ingreso permanente, donde un analista debe determinar las utilidades normales de una compañía, la determinación del ingreso económico

incluye medir los efectos sobre el capital de todos los sucesos que ocurren en el periodo. Esto significa que toda la cantidad de cualquier cargo especial se incluye cuando se determina el ingreso económico. Los cargos de reestructuración a menudo incluyen una provisión para el costo futuro estimado del programa de reestructuración. Todo este cargo se acepta en el año en que se inicia el programa, aun cuando se incurre en los costos reales a lo largo de varios periodos posteriores. En esta situación, otro método para determinar el ingreso económico es ajustar únicamente las cantidades en las cuales se incurre realmente cada año, en vez de todo el cargo. Por ejemplo, aun cuando AT&T aceptó un cargo de reestructuración de 923 millones de dólares en 2004, sólo 550 millones se relacionaron con 2004. Los 373 millones de dólares restantes se cargarán a años futuros. Cuando se adopta este método, es importante recordar que también se deben incluir los costos reales relacionados con programas anteriores de reestructuración.

Ajustes al balance. Un punto importante del estándar de afectación de activos es el balance. En consecuencia, a diferencia del ingreso que se distorsiona debido a los cargos de una sola vez, esos cargos (en especial las rebajas del valor del inventario y de activos a largo plazo) mejoran la capacidad del balance de reflejar la realidad comercial o de negocios al registrar los activos más cerca de los valores netos realizables.

Con todo, hay dos puntos que requieren atención. En primer lugar, como ya se ha señalado, una porción de la mayoría de los cargos de reestructuración a menudo se halla en forma de una provisión. Esto significa que los efectos sobre los activos y pasivos se reflejan gradualmente a lo largo del tiempo cuando se incurre en los costos reales. Una pregunta que surge es: ¿el balance debe incluir toda la provisión, o el saldo restante en la reserva de reestructuración (que refleja los costos en los cuales todavía no se incurre) se debe netear contra el capital? La respuesta depende de los objetivos del análisis. Si el análisis está considerando el escenario de una empresa en marcha, es mejor dejar la provisión en el balance, debido a que esto refleja una imagen más realista de los activos y pasivos a largo plazo. Sin embargo, si el objetivo del análisis es determinar el valor de liquidación de una compañía, es mejor compensar la provisión de reestructuración contra el capital. Se debe tener cuidado de asegurarse que la determinación del ingreso económico sea congruente con el trato del balance. El segundo punto importante es que las cancelaciones (write-offs) de activos introducen un sesgo conservador en el registro de activos y pasivos. Puesto que las actualizaciones contables de activos no están permitidas en Estados Unidos (por ejemplo, están permitidas en el Reino Unido), el balance se distorsiona conservadoramente debido a las afectaciones de los activos.

RECONOCIMIENTO DE INGRESO Y GANANCIA

Los **ingresos** se definen en la práctica como “flujo de entrada u otros mejoramientos de activos de una entidad o liquidaciones de sus pasivos” resultantes de las “operaciones principales o centrales continuas” de una compañía. Las **ganancias**, por otra parte, son incrementos en los activos netos (capital) resultantes de las “operaciones periféricas o incidentales” de una compañía. La distinción entre ingresos y ganancias depende de las actividades de negocios usuales de una compañía. Puesto que aquí el análisis trata estas partidas en forma diferente (es decir, se espera que los ingresos persistan, pero no las ganancias), la distinción es importante. También es importante comprender cuándo es que una compañía reconoce ingresos y ganancias. Los ajustes analíticos en ocasiones modifican las cifras del ingreso utilizando la información del reconocimiento del ingreso. Una pregunta importante es, ¿cuándo, o en qué punto en la secuencia de las actividades de ingreso-ganancias a las cuales se dedica una compañía, es apropiado reconocer los ingresos y las ganancias según se ganan? Esta sección aborda esta pregunta.

Pautas para el reconocimiento de los ingresos

Desde la perspectiva del presente análisis, el reconocimiento inapropiado de la acumulación de ingresos (y de ganancias) puede tener una de dos consecuencias indeseables:

1. Si una compañía registra el ingreso prematura o tardíamente, entonces el ingreso se asigna al periodo erróneo.
2. Si una compañía registra el ingreso antes de una certidumbre razonable de realización, entonces el ingreso se podría registrar en un periodo y más adelante cancelarse o revertirse en otro; esto sobrestima el ingreso en el primer periodo y lo subestima en el periodo posterior.

Estos dos efectos afectan en forma adversa la medición del ingreso. Para contrarrestar lo anterior, la contabilidad aplica reglas estrictas y conservadoras en lo concerniente al reconocimiento del ingreso. Por lo general, el ingreso se reconoce cuando se percibe (o es perceptible) y se obtiene. La figura 6.9 ofrece una lista de los criterios que deben satisfacerse para el reconocimiento de los ingresos. Aun cuando estos criterios aparentemente son simples, están sujetos a ciertas excepciones y, en la práctica, se han interpretado en diferentes formas. Para comprender estas variaciones con propósitos de análisis, la siguiente sección considera la aplicación de estos criterios en circunstancias especiales.

Figura 6.9 ***Criterios para el reconocimiento del ingreso***

- Las actividades de ganancias que crean ingresos son bastante completas y no es necesario ningún esfuerzo significativo para completar la operación.
- El riesgo de propiedad en las ventas se pasa efectivamente al comprador.
- El ingreso y el gasto relacionado se miden o estiman con una exactitud razonable.
- El ingreso reconocido normalmente produce un incremento en el efectivo, las partidas por cobrar, o los valores. En ciertas condiciones, produce un incremento en los inventarios u otros activos, o una disminución en los pasivos.
- La operación de ingresos es en términos del mercado con una parte o partes independientes (no con partes controladas).
- La operación de ingresos no está sujeta a una revocación (como un derecho de devolución).

Incertidumbre en la cobranza del ingreso

Las compañías utilizan una provisión para cuentas dudosas (incobrables) con el fin de reflejar la incertidumbre en la posibilidad de cobrar las partidas por cobrar de las ventas a crédito. Una compañía hace un juicio, basado en las circunstancias, cuando ya no puede asegurar razonablemente la cobranza de las partidas por cobrar. Este juicio puede ser conservador o podría utilizar suposiciones liberales u optimistas. Cuando la cobranza ya no se asegura razonablemente, la práctica sigue un procedimiento general para diferir el reconocimiento del ingreso hasta que se cobra el efectivo.

Ingreso cuando existe el derecho de devolución

Cuando el comprador tiene derecho a una devolución, el ingreso se reconoce en el momento de la venta *sólo* si se satisfacen las siguientes condiciones:

- El precio es considerablemente fijo o determinable en la fecha de la venta.
- El comprador le paga al vendedor, o está obligado a pagarle al vendedor (no contingente de la reventa).
- La obligación del comprador con el vendedor no cambia en caso de robo o daño del producto.
- El comprador tiene sustancia económica aparte del vendedor.

- El vendedor no tiene grandes obligaciones con respecto al futuro desempeño relacionado con la venta.
- Los rendimientos se estiman razonablemente.

Si se satisfacen estas condiciones, el ingreso de las ventas y el costo de las ventas se registran pero se reducen para reflejar los rendimientos y gastos relacionados esperados; si no se satisfacen, el reconocimiento del ingreso se pospone.

Ingresos de franquicias

Los estándares contables para los franquiciantes requieren que el ingreso de honorarios de las ventas de franquicias se reconozca sólo cuando el franquiciatario ha cumplido con gran parte de los servicios o condiciones relacionados con la venta. Esto también es válido para honorarios continuos de franquicias, ventas continuas de productos, ventas de agencia, franquicias retomadas, costos de franquicias, ingreso integral y relaciones entre un franquiciante y un franquiciatario. A continuación se presenta un arreglo típico de honorarios de franquicia:

EXTRACTO DEL ANÁLISIS

Aplicación, licencia y honorarios de regalías. Todos los honorarios de una operación con licencia se incluyen en el ingreso según se ganan. La administración aceleró el reconocimiento del ingreso por honorarios de solicitud del momento en que se aprobó la ubicación o se inició la construcción al momento en que se recibe el efectivo. La administración piensa que este método relacionará con mayor exactitud el reconocimiento del ingreso con el desempeño del servicio relacionado... Los honorarios de licencia se ganan cuando se inaugura la tienda relacionada. Los honorarios de licencia no ganados que se han cobrado se incluyen en pasivos circulantes. Los honorarios de regalías se basan en los ingresos del licenciatario y se reconocen en el periodo en el cual se ganan los ingresos relacionados.

—Churchs Chicken

Arreglos de financiamiento del producto

Un *arreglo de financiamiento del producto* es un convenio que implica la transferencia o la adquisición patrocinada de un inventario que (aun cuando en ocasiones se parece a una venta del inventario) en esencia es un medio de financiar el inventario. Por ejemplo, si una compañía transfiere ("vende") un inventario a otra compañía y al mismo tiempo conviene en recomprar el inventario en una fecha futura, es probable que esta operación sea un arreglo de financiamiento del producto y no una venta y compra subsiguiente del inventario. En esencia, si la parte que corre el riesgo y recibe las recompensas de la propiedad transfiere el inventario a un comprador y en una operación relacionada conviene en recomprar el producto a un precio especificado a lo largo de un periodo especificado, o garantiza algún precio de reventa especificado para las ventas del producto a partes externas, el convenio es un arreglo de financiamiento del producto y se contabiliza como tal. En este caso, el inventario sigue apareciendo en los estados financieros del vendedor y éste no reconoce ningún ingreso.

Ingreso conforme a contratos

La contabilidad para contratos de construcción *a largo plazo* que entrañan partidas como edificios, aviones, barcos o maquinaria pesada plantea problemas teóricos para la determinación del ingreso y la utilidad. Los principios de contabilidad generalmente aceptados requieren que las compañías utilicen el **método de porcentaje de terminación** cuando existen estimados razonables tanto para los costos de cumplir con un contrato como para el progreso hacia la terminación del contrato. Una base común del estimado de la utilidad es registrar parte de la utilidad

total estimada, basándose en la razón de los costos en los cuales se ha incurrido hasta la fecha, dividida entre los costos totales esperados. Otros métodos aceptables para los estimados se basan en unidades terminadas, estimados de ingeniería o unidades entregadas. Conforme a este método, las pérdidas actuales o esperadas se reconocen totalmente en el periodo en que se identifican inicialmente. Johnson Controls describe a continuación su reconocimiento del ingreso:

EXTRACTO DEL ANÁLISIS

Reconocimiento del ingreso. La Compañía reconoce el ingreso derivado de contratos a largo plazo de instalación de sistemas de Controls Group durante el periodo contractual conforme al método contable de porcentaje de terminación (véase "Contratos a largo plazo"). En todos los demás casos, la Compañía reconoce el ingreso en el momento en que se envían los productos y el título pasa al cliente, o cuando se desempeñan los servicios.

Contratos a largo plazo. Con arreglo al método contable de porcentaje de terminación utilizado para los contratos a largo plazo, las ventas y la utilidad bruta se reconocen a medida que se desempeña el trabajo, basándose en la relación entre los costos reales en los cuales se ha incurrido y los costos totales estimados a la terminación. Las ventas y la utilidad bruta se ajustan a futuro para revisiones en los costos totales estimados del contrato y los valores del contrato. Las pérdidas estimadas se registran cuando se identifican. Las reclamaciones contra clientes se reconocen como ingreso en el momento de la liquidación. La cantidad de cuentas por cobrar vencidas después de un año no es considerable.

Análisis de las implicaciones en el reconocimiento del ingreso

El estado de resultados es importante para el análisis y la valuación de una compañía. Esta declaración también es importante para la administración por las mismas razones y otras más, como la función que desempeña en los convenios contractuales basados en la contabilidad, la presión de la gerencia para lograr resultados basados en el ingreso, la compensación de la administración vinculada con el ingreso, y el valor de las opciones de acciones. Dados los incentivos de la administración, es razonable esperar que ésta seleccione y aplique los principios contables que satisfagan mejor sus propios intereses, pero que aun así se hallen dentro de las prácticas contables aceptables. Los objetivos del informe de ingresos no siempre están alineados con los incentivos de la administración en esta área. El análisis debe estar alerta a las propensiones de la administración en esta área y a la discreción contable disponible.

EXTRACTO DEL ANÁLISIS

Datapoint Corporation registró una cantidad considerable de ventas que hicieron los representantes de ventas al pedirles a los clientes que ordenaran millones de dólares en equipo de computadoras con meses de anticipación al pago que harían después. En muchos de estos casos, Datapoint registró las ventas cuando todavía ni siquiera había fabricado el equipo. Se declaró que sus representantes de ventas se encontraban bajo una intensa presión para alcanzar metas irrazonables o inalcanzables. Posteriormente Datapoint invalidó esas ventas y consintió en acatar una orden de la SEC que le prohibía esas futuras violaciones.

El registro del ingreso es un suceso crítico en la determinación del ingreso. El análisis se debe orientar a los métodos contables para determinar si reflejan en la forma apropiada la realidad económica. Por ejemplo, si un fabricante registra las utilidades sobre una venta a un distribuidor, el análisis debe indagar acerca de los inventarios y las condiciones de mercado del distribuidor, porque la actividad de ganancias real consiste en venderle al consumidor final.

Las propensiones e incentivos de la gerencia para administrar el ingreso son causa de muchos pronunciamientos sobre el tema del reconocimiento del ingreso por las agencias reguladoras con-

tables. A pesar de éstos, el análisis debe seguir estando alerta a los métodos contables que eluden el espíritu, si no es que el texto, de estos pronunciamientos. El siguiente fragmento proporciona un ejemplo:

EXTRACTO DEL ANÁLISIS

Prime Motors Inns obtiene una porción considerable de su ingreso, no de sus operaciones principales, sino de las ventas de hoteles, honorarios de construcción e intereses. Al registrar estos ingresos no recurrentes, Prime Motors Inns amplió los criterios de reconocimiento por medio de la aceptación de pagarés y partidas por cobrar de un valor dudoso y mediante la garantía a los compradores de sus hoteles y a sus banqueros de ciertos niveles de ingreso futuro. Aun cuando registraron los ingresos, no registraron los pasivos contingentes relacionados con esos ingresos.

Consciente de estos problemas de reconocimiento del ingreso, la SEC expresó su creencia de que las principales incertidumbres acerca de la capacidad de un vendedor de percibir las utilidades no en efectivo recibidas en las operaciones a menudo se originan cuando el comprador tiene una capitalización deficiente, está altamente apalancado, o cuando los activos del comprador consisten principalmente en los comprados al vendedor. Estas características plantean dudas acerca de si el reconocimiento del ingreso es apropiado. Las circunstancias que fomentan las dudas acerca del reconocimiento del ingreso incluyen:

- La falta de un capital social sustancial en la entidad compradora distinto del que proporciona el vendedor.
- La existencia de pasivos contingentes como garantías de deuda o convenios que requieren que el vendedor contribuya con efectivo a la entidad compradora conforme a ciertas condiciones.
- La venta de activos o de operaciones que históricamente no han producido flujos de efectivo de la operación suficientes para fondear el futuro pago de la deuda o las expectativas de dividendos.

Incluso cuando una compañía recibe ingresos en efectivo, cualquier garantía u otro convenio que requiere que la compañía contribuya con efectivo a la entidad compradora causa un efecto sobre la validez del reconocimiento del ingreso. El ingreso no se debe reconocer hasta que: 1) los flujos de efectivo de las actividades de operación sean suficientes para fondear el pago de la deuda y los requerimientos de dividendos (sobre una base de acumulación), o 2) la inversión de la compañía en la entidad compradora sea en efectivo o se pueda convertir fácilmente en efectivo y la compañía no tenga ninguna obligación adicional, conforme a cualquier garantía de deuda u otro convenio, que requiera efectuar inversiones adicionales en la entidad compradora. Las cantidades de cualquier ingreso diferido, incluida la postergación del interés o del ingreso de dividendos, por lo general se divulgan en un balance como una deducción de la cuenta de activos relacionada. Las notas a los estados financieros por lo común ofrecen una descripción de dichas operaciones, que incluye cualquier compromiso y contingencia, así como el método contable aplicado.

La práctica actual por lo general no permite el reconocimiento del ingreso antes de la venta. Por ejemplo, no es común reconocer los incrementos en el valor de mercado de inmuebles como terrenos, equipo o edificios; la acumulación de valores en madera o recursos naturales, o incrementos en el valor de los inventarios. Sin embargo, el momento de las ventas es una partida importante que en parte es a discreción de la gerencia. Esto le proporciona a la administración cierta flexibilidad en el reconocimiento del ingreso, como se confirma a continuación:

EXTRACTO DEL ANÁLISIS

Thousand Trails, un operador de campamentos de membresía, registraba un ingreso de honorarios de membresía cuando un nuevo miembro firmaba inicialmente, aun cuando esos honorarios estuvieran financiados casi en 90% y muchos cancelaban días después de firmar. Cuando se hicieron públicas sus prácticas de reconocimiento del ingreso, el precio de las acciones de Thousand Trails bajó en una forma muy marcada.

PUNTO DE VISTA DEL ANÁLISIS **...USTED ES EL BANQUERO**

Playground Equipment Company lo llama para solicitar un préstamo a largo plazo destinado a la ampliación de operaciones. Aun cuando usted es su banquero, la compañía es un cliente reciente con una nueva administración. Al revisar los estados financieros que forman parte de la solicitud de la compañía, usted observa que ésta reconoce el ingreso *durante la producción.* Los estados financieros señalan: "el ingreso se reconoce durante la producción debido a que la actividad de producción es el suceso crítico en el proceso de ganancias de la compañía... y la postergación del ingreso afecta considerablemente la utilidad de los estados financieros". Usted le pide su opinión a una colega, y ella piensa que el método de reconocimiento de ingresos es demasiado liberal. Asimismo, ella expresa su preferencia por el reconocimiento del ingreso en el punto de venta o, posiblemente, cuando se recibe el efectivo. ¿Demanda usted que Playground Equipment actualice sus estados financieros? ¿Qué riesgos prevé si otorga este préstamo?

Respuesta, página 351

CARGOS DIFERIDOS

Los cargos diferidos son costos en los cuales se incurre y que se difieren porque se espera que beneficien a los futuros periodos. Las crecientes complejidades de las actividades de negocios están aumentando el número y los tipos de cargos diferidos. Algunos ejemplos son los gastos de investigación y desarrollo y los gastos en software de computadoras. La distinción entre cargos diferidos y activos intangibles a menudo es vaga. En la mayoría de los casos, los costos provenientes de las actividades de operación se clasifican como cargos diferidos, en tanto que los procedentes de las actividades de inversión se clasifican como activos intangibles.

La razón de diferir los costos es lograr una mejor correspondencia entre los costos y los beneficios esperados. Esta razón es la base de la capitalización de todos los activos a largo plazo y se examina en el capítulo 4. Si un costo en el cual se incurre en el periodo actual beneficia a un futuro periodo ya sea mediante una contribución a los ingresos o una reducción en los costos, entonces una compañía difiere ese costo hasta los futuros periodos. Por ejemplo, si una compañía incurre en costos de inicio en la operación de instalaciones nuevas, mejores o más eficientes, puede diferir esos costos y hacer que correspondan (amortizarlos) con los futuros periodos de beneficio esperados.

Investigación y desarrollo

Las compañías realizan actividades de investigación, exploración y desarrollo por muchas razones. Algunas de estas actividades están dirigidas al mantenimiento de productos existentes, mientras que otras pretenden crear nuevos productos y procesos. Las actividades de investigación están orientadas al descubrimiento, y las actividades de desarrollo son una traducción de la investigación. Las actividades de investigación y desarrollo excluyen las alteraciones periódicas o rutinarias de las actividades en curso relacionadas con la operación, la investigación del mercado y la comprobación de productos.

Contabilidad para investigación y desarrollo

La contabilidad para gastos de investigación y desarrollo es problemática. Las razones de las dificultades en la contabilidad de este renglón incluyen:

- Un elevado nivel de incertidumbre en lo que concierne a los beneficios finales derivados de las actividades de investigación y desarrollo.
- Un lapso de tiempo usualmente extenso entre el inicio de las actividades de investigación y desarrollo y la verificación del éxito de las mismas.
- Problemas de evaluación causados por la naturaleza intangible de la mayoría de las actividades de investigación y desarrollo.

Estas características de las actividades de investigación y desarrollo causan dificultades para su propia contabilidad. En consecuencia, en Estados Unidos la contabilidad requiere que las compañías desembolsen los costos de investigación y desarrollo cuando se incurre en ellos. Sólo los costos de materiales, equipo e instalaciones que tienen *usos alternativos futuros* (en proyectos de investigación y desarrollo, u otros) se capitalizan como activos tangibles.

Investigación del análisis

VALUACIÓN DE GASTOS DE INVESTIGACIÓN Y DESARROLLO

¿Los gastos de investigación y desarrollo son activos? ¿Los gastos de investigación y desarrollo benefician periodos distintos del periodo del desembolso? La investigación del análisis indica que los gastos de investigación y desarrollo se valúan en una forma muy similar a la de otros activos de larga vida. En el caso de gastos que sólo benefician al periodo actual, el mercado reduce de inmediato el valor de la compañía. Los ejemplos incluyen renta, servicios públicos e impuestos. Si un gasto beneficia a futuros periodos y esos beneficios exceden a sus costos, el mercado no reduce el valor de la compañía –de hecho, el gasto *incrementa* el valor de la compañía–. La investigación señala que el mercado evalúa los gastos de investigación y desarrollo en una forma similar a la de muchos activos de larga vida, como inmuebles, planta y equipo. En varios casos, se encuentra que el mercado valúa los gastos de investigación y desarrollo como si tuvieran un valor futuro mayor que el de muchos activos de larga vida. Esta evaluación del mercado determinada para los gastos de investigación y desarrollo es incompatible con el trato contable para ellos. Los gastos de investigación y desarrollo por lo general se desembolsan según se incurre en ellos. ¿Por qué esta discrepancia? El trato contable es una solución apropiada para un problema de valuación difícil. Es necesaria más investigación para estimar con precisión los beneficios netos de los gastos de investigación y desarrollo antes de que sea probable la capitalización de sus costos. Lo que es más importante, se necesita investigar acerca de un sistema de medición para evaluar mejor los futuros beneficios de gastos de investigación y desarrollo *específicos*. No todos los gastos de investigación y desarrollo son iguales, y los avances en la contabilidad para investigación y desarrollo dependen de mejores técnicas para reconocer estas diferencias y contabilizarlas en la forma apropiada.

Los costos identificados con las actividades de investigación y desarrollo incluyen:

- Materiales, equipo e instalaciones adquiridos o construidos para un proyecto *específico* de investigación y desarrollo, o intangibles comprados que *no* tienen utilizaciones alternativas futuras (en proyectos de investigación y desarrollo, u otros).
- Materiales consumidos en las actividades de investigación y desarrollo; así como depreciación del equipo o las instalaciones y amortización de activos intangibles utilizados en actividades de investigación y desarrollo que tienen utilizaciones alternativas futuras.
- Salarios y otros costos relacionados del personal dedicado a las actividades de investigación y desarrollo.
- Servicios desempeñados por otros en relación con las actividades de investigación y desarrollo.
- Asignación de costos indirectos, salvo costos generales y administrativos no directamente relacionados con las actividades de investigación y desarrollo.

Análisis de investigación y desarrollo

El análisis de los gastos de investigación y desarrollo no es fácil. A menudo son de una magnitud suficiente para justificar el escrutinio en un análisis del ingreso actual y futuro de una compañía. La contabilidad para los gastos de investigación y desarrollo es una solución simple para un fenómeno complejo. Sin duda muchas actividades de investigación y desarrollo crean futuros beneficios y, en teoría, esos gastos de investigación y desarrollo no se deben desembolsar según se incurre en ellos. La incertidumbre de esos beneficios es lo que limita la capitalización de la investigación y el desarrollo. Con todo, el desembolso de los costos de investigación y desarrollo afecta la utilidad del ingreso. Por ejemplo, cuando una compañía incurre en un desembolso importante de investigación y desarrollo con el deseo de futuros beneficios, hay una disminución en el ingreso al mismo tiempo que el mercado a menudo revalúa en sentido ascendente el precio de las acciones de la compañía. El análisis reconoce que aun cuando la contabilidad actual asegura que prácticamente no hay una sobrestimación en los activos de investigación y desarrollo, eso es a costa de perder medidas razonables de gastos que correspondan con los ingresos provenientes de las actividades de investigación y desarrollo. La contabilidad ignora la experiencia productiva de muchas actividades de investigación y desarrollo en curso. Sin embargo, sí logra una uniformidad en la contabilidad para actividades de investigación y desarrollo y evita juicios difíciles con una política de capitalizar y diferir. Sin embargo, la “no contabilidad” actual para las actividades de investigación y desarrollo no soluciona de manera eficiente las necesidades y los intereses de los usuarios de estados financieros.

A pesar de los problemas contables, es razonable suponer que las compañías inician proyectos de investigación y desarrollo con el ánimo de obtener rendimientos positivos. Las compañías a menudo tienen expectativas de rendimiento específicas, por lo que es posible seguir y estimar su realización o no realización a medida que progresa el proyecto de investigación y desarrollo. Una política de aplazamiento de costos proporciona a la administración y los auditores independientes, que de manera regular trabajan con incertidumbres y estimados, una oportunidad de transmitir información útil de los desembolsos de investigación y desarrollo. En la actualidad, los desembolsos de investigación y desarrollo se tratan como si no tuvieran beneficios futuros. En consecuencia, el análisis no se beneficia de los conocimientos de quienes se encuentran en la mejor posición para proporcionarlos.

Para evaluar la calidad y el valor potencial de los desembolsos de investigación y desarrollo, el análisis necesita conocer algo más que el gasto periódico en investigación y desarrollo. Se necesita información sobre los tipos de investigación realizada, los desembolsos de investigación y desarrollo por categoría, la factibilidad técnica, la viabilidad comercial y el potencial de los proyectos que se evalúan y revalúan periódicamente. De igual manera, es deseable contar con información acerca de la experiencia referente a éxitos y fracasos de una compañía con las actividades de investigación y desarrollo hasta la fecha. La contabilidad actual no proporciona esta información básica. Excepto en los casos de una divulgación voluntaria, o de un inversionista o acreedor con la suficiente influencia, no es posible obtener esta información.

Lo que sí puede suponer sin riesgo el análisis es que el desembolso de gastos de investigación y desarrollo produce balances más conservadores. Con este trato contable, es posible que haya un menor número de "malas" noticias sorpresivas provenientes de las actividades de investigación y desarrollo. Aun así, en el análisis debe entenderse que si no se cuenta con información acerca de los beneficios potenciales, tampoco se está informando de los desastres potenciales que le esperan a una compañía tentada u obligada a gastar fondos adicionales en proyectos de investigación y desarrollo cuya promesa es grande, pero cuyo fracaso es inminente.

PUNTO DE VISTA DEL ANÁLISIS ***...USTED ES EL ACREEDOR***

El anuncio de la utilidad neta de California Technology Corporation muestra un incremento de 10%. El análisis que usted hace de las actividades de operación revela que el incremento en el ingreso se debe a una disminución en los gastos de investigación y desarrollo. Si los gastos de investigación y desarrollo de California Technology fueran iguales a los del año anterior, el ingreso se reduciría en más de 15%. ¿Cuál es su evaluación de la futura rentabilidad de California Technology Corporation, basándose en este anuncio del ingreso?

Respuesta, página 351

Gastos de software de computadora

La creación de software de computadora es una actividad especializada que no se ajusta a los gastos usuales de las actividades de investigación y desarrollo. La elaboración de software para propósitos de mercadotecnia es una actividad en curso que repercute directamente en ingresos actuales o futuros. En algún punto en el ciclo de creación del software, es necesario diferir los costos y equipararlos/(equilibrarlos) con los ingresos futuros. La práctica actual en la contabilidad de los gastos de software de computadora que se va a vender, arrendar, o de otra manera introducir al mercado identifica un punto al cual se hace referencia como *factibilidad tecnológica*, donde esos costos se capitalizan y se equiparan con los ingresos futuros. Hasta el establecimiento del punto de factibilidad tecnológica, todos los gastos se desembolsan según se incurre en ellos (en una forma similar a los de investigación y desarrollo). Los gastos en los cuales se incurre después de la factibilidad tecnológica, y hasta que el producto está listo para su distribución general a los clientes, se capitalizan como un activo intangible. Los costos adicionales para producir el software a partir de las matrices y empacarlo para su distribución se inventarían y se cargan contra el ingreso como un costo del producto vendido.

LA PARTE OCULTA

Microsoft adopta el punto de vista de que la viabilidad tecnológica se logra sólo poco antes de la producción y venta, y en consecuencia, desembolsa efectivamente sus costos de desarrollo.

Costos de exploración y desarrollo en las industrias de extracción

La búsqueda de nuevos depósitos de recursos naturales es importante para las compañías en el área de las industrias extractivas. Estas industrias incluyen petróleo, gas natural, metales, carbón y

minerales no metálicos. La importancia de estas industrias y sus problemas contables especiales merece atención separada aquí. Lo mismo que con las actividades de investigación y desarrollo, la búsqueda y el desarrollo de recursos naturales se caracteriza por un elevado nivel de riesgo. El riesgo implica incertidumbre; y para la determinación del ingreso, la incertidumbre es causa de problemas de medición y reconocimiento. En el caso de las industrias extractivas, el problema es si los costos de exploración y desarrollo que razonablemente se espera recuperar de la venta de recursos naturales se desembolsan según se incurre en ellos, o se capitalizan y se amortizan a lo largo del futuro periodo de beneficio esperado. Aun cuando muchas compañías desembolsan los costos de exploración y desarrollo según incurren en ellos, algunas cargan una porción y capitalizan el resto. Muy pocas compañías capitalizan todos los costos de exploración y desarrollo.

Contabilidad para las industrias de extracción

Los reguladores contables han hecho varios intentos para reducir estas prácticas divergentes. El FASB prescribía una *contabilidad de eventos exitosos* para las compañías productoras de petróleo y gas. Ésta ordena que los costos de exploración, excepto los costos de perforar pozos exploratorios, se capitalicen cuando se incurre en ellos. Estos costos se desembolsan más adelante si el recurso no tiene éxito, *o* se reclasifica como un activo amortizable si se descubren reservas de petróleo o de gas. La SEC no estaba de acuerdo con este método y en su lugar favorecía la *contabilidad de reconocimiento de reservas* (un método del valor actual). Esto hizo que el FASB reconsiderara y, en efecto, permitiera que continuaran las mismas alternativas. Posteriormente la SEC le pidió al FASB que creara aclaraciones suplementarias, incluidas divulgaciones basadas en el valor. El FASB respondió con las siguientes *aclaraciones* suplementarias requeridas a los productores de petróleo y gas que cotizan en bolsas de valores:

- Cantidades comprobadas de reservas de petróleo y gas.
- Costos capitalizados relacionados con las actividades de producción de petróleo y gas.
- Costos en los cuales se ha incurrido en actividades de adquisición, exploración y desarrollo.
- Resultados de las operaciones relacionadas con las actividades de producción de petróleo y gas.
- Medidas de los futuros flujos netos de efectivo descontados en cuanto a las reservas comprobadas.

Tanto a las compañías que cotizan en bolsas de valores como a las de otro tipo se les requiere que revelen el método de contabilidad para los costos incurridos en las actividades de producción de petróleo y gas, así como la forma de disponer de los costos capitalizados relacionados.

La revelación es una cosa y la medición contable es otra. El método de contabilidad de eventos exitosos no ha recibido un apoyo general. No obstante, al sancionar el empleo de la contabilidad del costo total, la SEC estipuló que los costos conforme a este método se capitalicen hasta un techo. Este techo se determina por el valor presente de las reservas de la compañía. Los costos capitalizados que excedan ese techo se desembolsan. Cuando la baja en los precios del petróleo causan el descenso de este techo, las compañías han presionado y posiblemente sigan presionando a la SEC para que suspenda o modifique las reglas.

Análisis de las implicaciones para las industrias de extracción

La variedad de métodos aceptables para tratar los costos de exploración y desarrollo en las industrias de extracción dificulta la comparación de los resultados entre compañías. La contabilidad en esta industria sigue mostrando diversidad. Los dos métodos que se emplean comúnmente, y las variaciones en esos métodos, producen resultados muy diferentes. En el análisis se debe estar consciente de esto. Muchos analistas favorecen la contabilidad de eventos exitosos por encima de la contabilidad del costo total debido a que ofrece una mejor correspondencia de los costos con los ingresos relacionados y es más congruente con las prácticas contables actuales. La contabilidad de eventos exitosos requiere una relación directa entre los costos en los cuales se ha incurrido y las reservas específicas descubiertas antes de que se capitalicen esos costos de exploración y desarrollo. En contraste, la contabilidad del costo total permite que las compañías clasifiquen las actividades no exitosas de exploración y desarrollo como activos.

BENEFICIOS LABORALES COMPLEMENTARIOS

Esta sección describe la contabilidad, el análisis y la interpretación de los beneficios laborales complementarios, con atención especial en las opciones sobre acciones para empleados.

Visión general de los beneficios laborales complementarios

Las presiones de la sociedad, la competencia y la escasez de empleados con talento han conducido a una proliferación de beneficios laborales complementarios a los salarios. Algunas prestaciones extrasalariales, como vacaciones pagadas, bonificaciones, participación de utilidades y pago de seguro médico y de vida, son identificables con el periodo en que se ganan o se otorgan. Estos gastos identificables no plantean problemas de reconocimiento y de acumulación contable. Otros beneficios suplementarios, debido a su naturaleza tentativa o contingente, no son objeto de un reconocimiento contable oportuno. A continuación se describen algunos de los beneficios y la contabilidad para éstos:

- Los **contratos de compensación diferida** son promesas de pagarles a los empleados en el futuro, algunos con contingencias. Una compañía a menudo les otorga a ejecutivos clave que desea retener o a quienes desean diferir el ingreso a los años posteriores a la jubilación, o con impuestos más bajos. Estos contratos a menudo incluyen cláusulas de no competir o especifican la disponibilidad de un empleado para servicios de consultoría. La contabilidad por lo general requiere que al menos el valor presente de la compensación diferida se acumule en una forma sistemática y racional a lo largo del periodo de empleo activo, a partir del momento en que se celebra el contrato.
- Los **derechos de apreciación de acciones** (**SAR**, Stock appreciation rights) son derechos de acciones otorgados a un empleado sobre un número especificado de acciones. Los premios SAR se basan en el incremento en el valor de mercado de las acciones de la compañía desde la fecha del otorgamiento y se pueden proporcionar en efectivo, acciones, o una combinación de ambos. Conforme a estos planes, una compañía registra el gasto de compensación a finales de cada periodo. El gasto se calcula como la diferencia entre el precio de mercado del premio de acciones y el precio de la fecha en la cual se otorga la opción. La contabilidad proporciona un método para dividir el gasto a lo largo del periodo de servicio; los cambios en el precio de mercado de un periodo a otro se reflejan como ajustes al gasto de compensación.

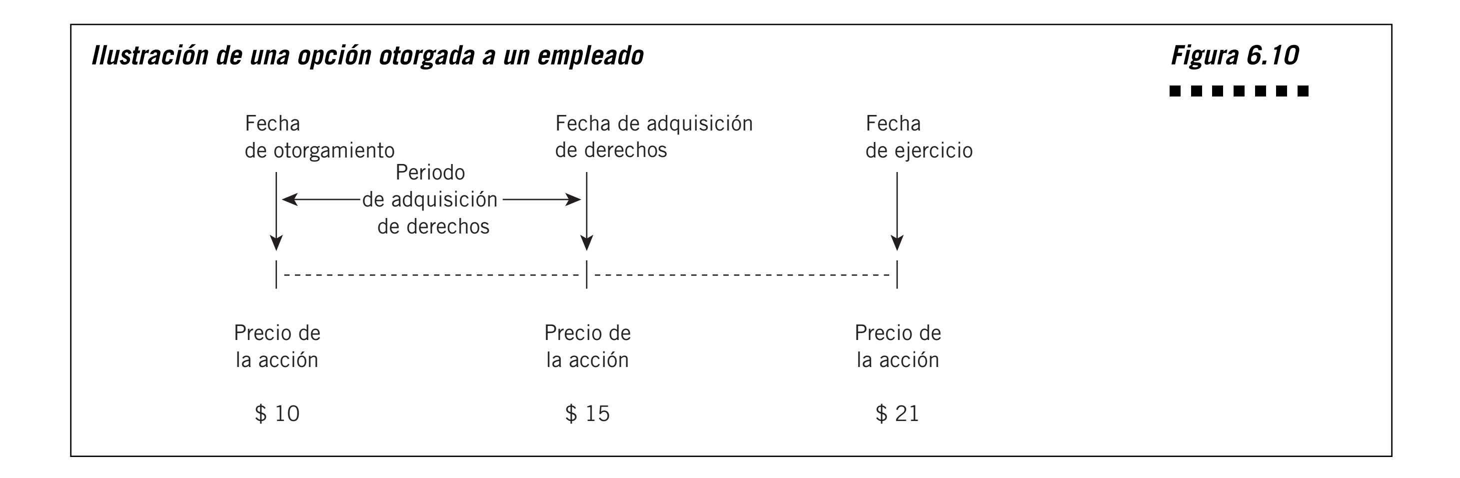
Opciones sobre acciones para empleados

Las opciones sobre acciones para empleados (ESO, siglas de Employee stock options), también conocidas como *compensación basada en acciones*, probablemente son la forma más popular de compensación incentiva. Hay muchas razones para esta popularidad. En primer lugar, las compañías argumentan que las ESO mejoran el desempeño al darles a los empleados un interés en el negocio y hace que coincidan los incentivos del empleado y de la compañía. En segundo, los empleados consideran a las ESO como un medio de enriquecimiento. Miles de administradores, científicos, contadores, ingenieros, programadores y secretarias se han convertido en millonarios con las ESO. Debido a esto, las ESO han surgido como una herramienta para atraer a trabajadores talentosos y emprendedores. En tercero, aun cuando las ESO son una forma de compensación del empleado, no tienen efectos directos sobre el flujo de efectivo. En cuarto, conforme a los anteriores principios de contabilidad generalmente aceptados, las ESO les proporcionaban prestaciones a los empleados sin requerir el registro de los costos. La oposición de las compañías a la propuesta del FASB, a mediados de la década de 1990, de deducir el costo de las ESO del ingreso es testimonio de la importancia de este factor. Esta sección explica las características de las ESO y define los términos clave. La examinación incluye la contabilidad y el registro para las ESO. Se concluye con el estudio del análisis de las ESO.

Características de las opciones sobre acciones para empleados

Una opción de acciones de empleados es una oportunidad contractual otorgada por una compañía a un empleado, mediante la cual el empleado puede comprar un número fijo de acciones de la compañía a un precio especificado en o después de una fecha futura especificada. La figura 6.10 ilustra una opción otorgada a un empleado. El *precio de ejercicio* es el precio al cual el empleado tiene el derecho de comprar las acciones. El precio de ejercicio a menudo se establece como igual al precio de la acción en la *fecha de otorgamiento*. La *fecha de adquisición del derecho* es la primera fecha en la cual el empleado puede ejercer la opción; el empleado puede ejercer la opción en cualquier fecha después de la fecha de adquisición del derecho. La mayoría de las ESO tienen periodos de adquisición de derechos de entre dos y diez años. Cuando el precio de la acción es más elevado que el precio de ejercicio, se dice que la opción es *en el dinero* (*in the Money*). Está *fuera del dinero* (*out of the Money*) cuando el precio de la acción es menor que el precio de ejercicio.

Ilustración de una opción otorgada a un empleado ***Figura 6.10***



Las opciones sobre acciones para empleados tienen cabida en dos amplias categorías: de incentivo y no calificadas. Las *opciones de acciones de incentivo*, o *calificadas como* "*a favor de impuestos*", no se gravan hasta que el empleado vende la acción. Estas opciones se deben otorgar al valor justo de mercado y la acción se debe retener durante dos años a partir de la fecha del otorgamiento y durante otro año a partir de la fecha en que se ejercen. La diferencia entre el precio de ejercicio y el precio de venta por lo común se grava como ingreso ordinario. Las *opciones de acciones no calificadas* no tienen los beneficios de impuestos de las opciones calificadas. Estas opciones en ocasiones se otorgan con un descuento del valor justo de mercado y se grava a los empleados en el momento del ejercicio sobre la diferencia entre el precio de ejercicio y el valor justo de mercado de la acción. En este caso, la compañía obtiene el beneficio de una deducción de impuestos igual a la cantidad del ingreso reconocido por el empleado.

Contabilidad y registro para las ESO

Hay dos aspectos contables importantes relacionados con las ESO: 1) la dilución de las ganancias por acción (EPS, siglas de Earnings per share) y 2) el reconocimiento del costo de la opción de acciones del empleado como un gasto en ingreso actual. Esta sección examina ambos aspectos.

Dilución de las ganancias por acción. La *SFAS 128* reconoce la dilución potencial de las ESO cuando se determinan las **ganancias diluidas por acción**. El método de acciones de tesorería determina el grado de dilución basándose tanto en el precio de ejercicio como en el precio actual de la acción. Las ESO en el dinero (in the Money) se consideran *valores sujetos a dilución* y afectan las EPS diluidas. Las ESO fuera del dinero (out of the Money) se consideran valores *antidiluibles* y no afectan las EPS diluidas. El ejemplo 6B.3 en el apéndice 6B ilustra lo anterior. El apéndice 6A ofrece una explicación detallada de la terminología y los cálculos de las EPS.

Gasto de compensación. La contabilidad y el registro de las ESO se prescriben en la norma *SFAS 123* y su sucesora, la *SFAS 123(R)*. La *SFAS 123 no requería* que las compañías reconocieran el costo de las ESO en ingreso contable; en vez de ello, se *alentaba* a las compañías a reconocer ese costo. Como era de esperar, la mayoría de las compañías no reconocían el costo de las ESO. Sin embargo, la *SFAS 12*3 requería que las compañías aclararan en una nota la utilidad neta *pro forma* (y las EPS) que reflejara el *gasto de compensación* derivado de las ESO. Los oponentes a la contabilidad conforme a la *SFAS 123* criticaron la falla del estándar en reconocer el gasto de compensación en el texto del estado de resultados. En el entorno político posterior a Enron, se popularizó la transparencia en los informes financieros y la *SFAS 123* se revisó como *SFAS 123(R)*. Este estándar revisado exigía el reconocimiento del gasto de compensación relacionado con las opciones sobre acciones para empleados en el texto del estado de resultados. La determinación del gasto de compensación de las ESO para un periodo es un proceso de dos pasos: 1) determinar el costo de las ESO otorgadas y 2) amortizar ese costo durante el periodo de adquisición de derechos de la opción para determinar el gasto de compensación para cada periodo. A continuación se examina cada paso:

- **Determinación del costo de la ESO.** El costo de la ESO se determina en el momento en que se otorga. El costo de la ESO es el producto del valor justo de cada opción individual y del número de opciones cuyos derechos se espera adquirir. El valor justo de la ESO se determina aplicando un modelo de determinación de precios de opciones (por lo común el modelo de Black-Scholes) en la fecha en la cual se otorga. La figura 6.11 señala los factores que afectan el valor justo de una opción. (En el apéndice 6B se hace un examen adicional de los costos y beneficios de las ESO.) Aun cuando no se proporcionan los detalles de la forma en la cual se determina el valor de la opción, sí se señala que la vida esperada de la opción se basa en la fecha de ejercicio esperada, no en la fecha de adquisición de derechos. El número de opciones cuyos derechos se espera adquirir se determina ajustando el número de opciones otorgadas para la rotación de empleados esperada durante la vida esperada de la opción. Como ya se ha hecho notar, el costo de la ESO se determina sólo una vez, en el momento en que se otorga. A este costo ya no se le hace ningún ajuste, incluso si cambia el valor justo de la ESO.
- **Amortización del costo de la ESO.** Aun cuando las compañías esperan que las ESO motiven a los empleados a trabajar en favor de los intereses de los accionistas, también especifican periodos mínimos de adquisición de derechos para alinear todavía más los incentivos de los empleados y de la compañía a largo plazo. Se espera que el beneficio de la ESO persista por lo menos hasta que el empleado esté en libertad de ejercer la opción. Conforme a ello, el valor justo de las ESO otorgadas se amortiza sobre una base en línea recta durante el periodo de adquisición de derechos. El gasto de compensación para un periodo se basa en la amortización acumulada de todas las ESO pasadas y actuales cuyos derechos aún no se han adquirido.

Figura 6.11 ***Factores que afectan el valor justo de una opción***

Factor	Efecto sobre el valor justo
Precio de ejercicio	−
Precio de la acción en la fecha de otorgamiento	+
Vida esperada de la opción	+
Tasa de interés libre de riesgo	+
Volatilidad esperada de la acción	+
Dividendos esperados de la acción	−

Revelaciones de las opciones sobre acciones para empleados

La figura 6.12 proporciona extractos de las notas 10-K de Dell en 2005 que se proporcionan en el apéndice A (la *SFAS 123* estaba en vigor en esa fecha). Las notas al pie proporcionan detalles sobre las opciones otorgadas, en circulación y ejercibles, conjuntamente con las suposiciones utilizadas para calcular el valor justo de las opciones otorgadas, el efecto de las opciones sobre la EPS y su efecto pro forma sobre el ingreso.

Al 28 de enero de 2005, Dell tenía 369 millones de opciones en circulación (tanto con derechos adquiridos como no adquiridos) y 171 millones de opciones en circulación con adquisición de derechos, pero todavía no ejercidos. El precio promedio ponderado del ejercicio de las opciones en circulación es de 28.99 dólares (el precio de cada acción de Dell era de 41.05 dólares el 28 de enero de 2005). Entre el 31 de enero de 2004 y el 28 de enero de 2005, Dell otorgó 52 millones de opciones a sus empleados a un precio promedio ponderado de ejercicio de 34.35 dólares. Durante el año se ejercieron 45 millones de opciones y se cancelaron 16 millones.

Durante el ejercicio fiscal de 2005, el valor justo promedio ponderado por opción otorgada era de 10.72 dólares, que se determina utilizando las siguientes suposiciones: rendimientos de dividendos de 0%, tasa de interés libre de riesgo de 2.89%, vida esperada de 3.8 años y volatilidad del precio de la acción de 36%. Dell divulga su ingreso pro forma (tanto ingreso total como EPS) después de considerar el gasto de compensación de las ESO y lo compara con la utilidad por acción (EPS). Esta revelación se requiere conforme a los estándares contables actuales. En 2005, el ingreso pro forma de Dell (EPS básicas) es de 2 231 millones de dólares (0.89 de dólar) en comparación con la utilidad por acción (EPS básicas) de 3 043 millones (1.21 dólares); el gasto de compensación atribuido a las ESO es de 812 millones de dólares (0.32 dólar por acción). Conforme a la *SFAS 123(R)*, este costo se debe reconocer en el texto del estado de resultados y no en las notas al pie.

Dell también divulga el efecto de dilución de las ESO sobre las EPS. Suponiendo el ejercicio de todas las opciones con adquisición de derechos en la primera oportunidad, las acciones en circulación de Dell habrían tenido un incremento de 59 millones, con lo que disminuyen las EPS de 1.21 dólares (EPS básicas) a 1.80 dólares (diluidas). El cálculo de las EPS (véase el apéndice 6B) sólo considera el efecto de las opciones *sujetas a dilución* en el cálculo de las EPS diluidas. Las opciones que están "bajo el agua" (que tienen un precio de ejercicio superior al precio de mercado) se excluyen del cálculo de las EPS, debido a que su inclusión incrementaría las EPS diluidas (se consideran como *antidiluibles*).

EFECTO DE LA ESO
Bear Stearns estima que la utilidad neta registrada después de impuestos de las operaciones continuas de los GAAP de S&P 500 en 2004 se habría reducido por un 5% y la utilidad neta después de impuestos de las operaciones continuas de los GAAP de NASDAQ 100 en 2004 se habría reducido en 22% si el costo de las ESO se hubiera desembolsado en la declaración de impuestos.

Análisis de las opciones sobre acciones para empleados

A finales de 2005, Dell tenía 369 millones de ESO en circulación a un precio promedio de ejercicio de 28.99 dólares por acción (véase la figura 6.12). Dado el precio de las acciones de Dell a finales de 2005 de 41.06 dólares, la compañía está incurriendo en un costo de oportunidad potencial de 12.07 dólares por acción (41.06 dólares − 28.99 dólares), para un total de 4 454 millones de dólares (12.07 dólares × 369 millones de acciones). A menudo se hace referencia a esta cantidad como *diferencial de la opción* (*option overhang*). Por supuesto, el que los accionistas existentes incurran en un costo real al ejercicio depende de los beneficios que la compañía recibirá como resultado de empleados con un nivel más elevado de motivación. Además, aun cuando las opciones en circulación (en ausencia de efectos de incentivo) sí constituyen un costo neto potencial para los accionistas actuales, no le imponen a la compañía un compromiso de flujo de efectivo fijo ni implican asignación alguna de recursos en detrimento de los accionistas. De manera específica, las ESO no afectan ni los pasivos totales ni el capital de los accionistas: cualquier transferencia de riqueza sólo ocurre entre los accionistas actuales y los presuntos accionistas (empleados). La implicación en el análisis es que aun cuando se debe considerar la reducción potencial en el valor de las acciones de capital en circulación (como en un análisis del capital), se puede ignorar para evaluar la solvencia y la liquidez (como en un análisis del crédito).

VALOR DE LA OPCIÓN
Muchos analistas utilizan el modelo de Black-Scholes para valuar las opciones. Otro método es el modelo libre binomial que es más sensible a las variables implícitas, y que algunos argumentan es más preciso.

Figura 6.12 ***Revelaciones de opciones sobre acciones para empleados: Dell***

Planes de opción de acciones

Había 291 millones, 327 millones y 365 millones de opciones para la compra de acciones comunes de Dell disponibles para futuros otorgamientos conforme a los Planes de opciones al 28 de enero de 2005, el 30 de enero de 2004 y el 31 de enero de 2003, respectivamente. Todas las acciones disponibles para futuros otorgamientos al 28 de enero de 2005, son bajo el Plan de incentivos de 2005. La siguiente tabla resume la actividad de opciones de acciones para los Planes de opciones:

	EJERCICIO FISCAL QUE TERMINÓ					
	28 de enero de 2005		30 de enero de 2004		31 de enero de 2003	
	Número de opciones	Precio promedio ponderado del ejercicio	Número de opciones	Precio promedio ponderado del ejercicio	Número de opciones	Precio promedio ponderado del ejercicio
	(datos de las acciones en millones)					
Opciones en circulación, principios del año	378	$28.30	387	$27.09	350	$26.36
Otorgadas	52	34.35	51	30.01	84	26.37
Ejercidas	(45)	22.30	(35)	14.92	(22)	7.69
Canceladas	(16)	32.39	(25)	31.62	(25)	31.75
Opciones en circulación, finales del año	369	29.70	378	28.30	387	27.09
Opciones ejercibles, finales del año	171	$28.99	154	$26.74	130	$22.59

Efectos pro forma de la compensación basada en acciones

Al 28 de enero de 2005, Dell tenía cuatro planes de compensación basados en acciones y un plan de compra de acciones para empleados donde las opciones de acciones o los derechos de compra estaban en circulación. En la actualidad, Dell aplica los principios de reconocimiento y medición de Accounting Principles Board Opinion No. 25, *Contabilidad para acciones emitidas a empleados,* y las interpretaciones relacionadas en la contabilidad para estos planes. Conforme a la *SFAS No. 123, Contabilidad para la compensación basada en acciones,* el valor de cada opción se estima en la fecha en que se otorga, utilizando el modelo de determinación de precios de opciones de Black-Scholes, creado para utilizarse en el estimado del valor de opciones libremente cotizadas. Similar a otros modelos de determinación del precio de opciones, requiere suposiciones altamente subjetivas, incluida la volatilidad del precio de las acciones. Debido a que: 1) las opciones de acciones de Dell tienen características muy diferentes de las de las opciones cotizadas y 2) los cambios en la interpretación subjetiva pueden afectar materialmente el valor justo estimado, la opinión de la administración es que los modelos existentes de determinación de precios de opciones (incluidos el de Black Scholes y el binomial) no proporcionan una medida confiable del valor justo de las opciones de acciones para empleados de Dell. La siguiente tabla ilustra el efecto sobre la utilidad neta y las ganancias para cada uno de los tres últimos ejercicios fiscales, como si Dell hubiera aplicado las provisiones de reconocimiento del valor justo de la *SFAS No. 123* a la compensación de empleados basada en acciones:

	EJERCICIO FISCAL QUE TERMINÓ		
	28 de enero de 2005	30 de enero de 2004	31 de enero de 2003
	(en millones, excepto las cantidades por acción)		
Utilidad neta, según se registra	$3 043	$2 645	$2 122
Deducir: Compensación total de empleados basada en acciones determinada conforme al método del valor justo para todos los premios, neta de efectos de impuestos relacionados	(812)	(829)	(723)
Utilidad neta, pro forma	$2 231	$1 816	$1 399
Ganancias por acción común			
Básica, según se registra	$ 1.21	$ 1.03	$ 0.82
Básica, pro forma	$ 0.89	$ 0.71	$ 0.54
Diluida, según se registra	$ 1.18	$ 1.01	$ 0.80
Diluida, pro forma	$ 0.88	$ 0.68	$ 0.51

(*continúa*)

Divulgaciones de opciones de acciones para empleados: Dell (conclusión)

Conforme al modelo de determinación de precios de Black-Scholes, el valor justo promedio ponderado de las opciones de acciones en la fecha del otorgamiento era 10.72, 10.25 y 11.41 dólares por opción para las opciones otorgadas durante los ejercicios fiscales de 2005, 2004 y 2003, respectivamente. Además, el valor justo promedio ponderado de los derechos de compra conforme al plan de acciones para empleados otorgados en los ejercicios fiscales de 2005, 2004 y 2003 era 9.77, 7.88 y 7.39 dólares por derecho, respectivamente. El valor justo promedio ponderado de las opciones y los derechos de compra se determinó basándose en el modelo ponderado de Black-Scholes para todos los otorgamientos durante el periodo, utilizando las siguientes suposiciones:

	EJERCICIO FISCAL QUE TERMINÓ		
	28 de enero de 2005	**30 de enero de 2004**	**31 de enero de 2003**
Término esperado			
Opciones de acciones	3.8 años	3.8 años	5 años
Plan de compra de acciones para empleados	6 meses	6 meses	6 meses
Tasa de interés libre de riesgo	2.89%	2.99%	3.76%
Volatilidad	36%	43%	43%
Dividendos	0%	0%	0%

Durante los ejercicios fiscales de 2005 y 2004 Dell evaluó la conducta histórica del ejercicio de opciones de compra de acciones para sus empleados, entre otros factores pertinentes, y determinó que el mejor estimado del término esperado de las opciones de acciones otorgadas en los ejercicios fiscales de 2005 y 2004 era de 3.8 años, en comparación con el término esperado anterior de cinco años. Dell utilizó la volatilidad esperada, así como otros datos económicos, para estimar la volatilidad de los otorgamientos de opciones para los ejercicios fiscales de 2005, 2004 y 2003, debido a que la administración cree que dicha volatilidad es más representativa de las futuras tendencias.

Ganancias por acción común

Las ganancias básicas por acción se basan en el efecto ponderado de todas las acciones comunes emitidas y en circulación, y se calcula dividiendo la utilidad neta entre el promedio ponderado de las acciones en circulación durante el periodo. Las ganancias diluidas por acción se calculan dividiendo la utilidad neta entre el promedio ponderado del número de acciones comunes utilizado en el cálculo de las ganancias básicas por acción más el número de acciones comunes que se emitirían suponiendo el ejercicio o la conversión de todas las acciones comunes en circulación potencialmente sujetas a una dilución. Dell excluye los instrumentos de capital del cálculo de las acciones diluidas promedio ponderadas en circulación si el efecto de incluir dichos instrumentos va en contra de la dilución de las ganancias por acción. Conforme a ello, ciertas opciones de compra para empleados y algunos contratos de capital (durante el ejercicio fiscal de 2003) se han excluido del cálculo de las acciones promedio ponderadas diluidas que suman un total de 103 millones, 138 millones y 192 millones de acciones durante los ejercicios fiscales de 2005, 2004 y 2003, respectivamente. La siguiente tabla expone el cálculo de las ganancias básicas y diluidas por acción para cada uno de los tres ejercicios fiscales pasados.

	EJERCICIO FISCAL QUE TERMINÓ		
	28 de enero de 2005	**30 de enero de 2004**	**31 de enero de 2003**
	(en millones de dólares, excepto las cantidades por acción)		
Numerador			
Utilidad neta	$3 043	$2 645	$2 122
Denominador			
Promedio ponderado de acciones en circulación			
Básicas	2 509	2 565	2 584
Opciones de acciones para empleados y otras	59	54	60
Diluidas	2 568	2 619	2 644
Ganancias por acción común			
Básicas	$ 1.21	$ 1.03	$ 0.82
Diluidas	$ 1.18	$ 1.01	$ 0.80

COSTOS DE INTERÉS

El **interés** es la compensación por la utilización de dinero. Es el *exceso* de efectivo pagado o cobrado además del dinero (principal) prestado o solicitado en préstamo. El interés se determina por medio de varios factores, de los cuales, uno de los más importantes es el riesgo de crédito (incumplimiento del pago) del acreedor. El *gasto de interés* se determina por medio de la tasa de interés, el principal y el tiempo.

Cálculo del interés

El gasto de interés para una compañía es la tasa nominal pagada sobre el financiamiento de la deuda, que incluye, en el caso de los bonos, la amortización de cualquier descuento o prima. Cuando las compañías emiten deuda convertible o deuda con *warrants* surge una complicación. Estas situaciones producen una tasa nominal por debajo del costo de una deuda similar que no posee estas características adicionales. En el caso de la deuda convertible, la práctica contable considera que las características de deuda y de capital son inseparables. Por consiguiente, ninguna porción del producto de la emisión de deuda convertible se contabiliza como atribuible a la característica de conversión. En el caso de la deuda emitida con *warrants* de acciones anexos, el producto atribuible al valor de los *warrants* se contabiliza como capital pagado. El cargo correspondiente es a una cuenta de descuento de la deuda que se amortiza a lo largo de la vida de la emisión de deuda, incrementando el costo de interés efectivo.

Capitalización del interés

La capitalización del interés se requiere como parte del costo de activos construidos o producidos de otra manera para la *propia utilización* de la compañía (incluidos activos construidos o producidos por otros para una compañía cuando se hacen depósitos o pagos progresivos). Los objetivos de la capitalización del interés son: 1) medir con mayor precisión el costo de adquisición de un activo y 2) amortizar el costo de adquisición contra los ingresos generados por un activo. El siguiente es un ejemplo:

> En relación con varios proyectos de construcción, se capitalizó un interés de aproximadamente 19 118 000, 30 806 000 y 17 393 000 dólares como inmuebles, planta y equipo.
>
> –New York Times Company

Análisis del interés

En el análisis se debe comprender que la contabilidad actual para el interés sobre la deuda convertible es tema de controversia. Muchos argumentan que el hecho de ignorar el valor de un privilegio de conversión y utilizar la tasa de cupón como la medida del interés ignora el costo de interés real. Un poco contrario a esta posición, el cálculo de las ganancias diluidas por acción utiliza el número de acciones que es posible emitir *en el caso de una conversión de deuda convertible*. En efecto, esto crea un cargo adicional a la tasa de cupón por medio de la dilución de las ganancias por acción.

La contabilidad para la capitalización del interés también es discutible. Algunos analistas adoptan la posición de que el interés representa un costo del periodo y no es capitalizable. Cualesquiera que sean las propias opiniones, en el análisis se debe aceptar que la contabilidad para la capitalización del interés es vaga, lo que resulta en variaciones en la práctica. Se debe recordar que el interés capitalizado está incluido en los costos de los activos y se ingresa a gastos por medio de la depreciación y la amortización. Para evaluar el efecto de la capitalización del interés sobre la utilidad neta, el análisis debe conocer la cantidad de interés capitalizado cargado actualmente a ingreso por medio de la depreciación y la amortización. De igual manera, se necesita esta cantidad para calcular con exactitud la razón de cobertura del cargo fijo (véase el capítulo 10). Por

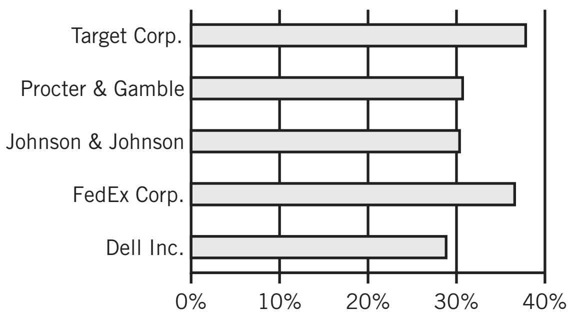
desgracia, la práctica no requiere la divulgación de estas cantidades, de manera que el análisis está en desventaja. Una fuente potencial de esta información son las divulgaciones de la Forma 10-K.

IMPUESTO SOBRE UTILIDADES

El gasto del impuesto sobre las utilidades es un costo considerable de los negocios. La comprensión de la contabilidad para el impuesto sobre las utilidades es importante para efectuar un análisis provechoso de los estados financieros. El examen que viene a continuación se enfoca en la contabilidad y el análisis del gasto periódico de impuesto sobre las utilidades, y no en la ley de impuestos.

Contabilidad para el impuesto sobre las utilidades

Los estándares contables y de registro para el impuesto sobre las utilidades requieren un procedimiento para activos y para pasivos a la vez. De manera específica, los impuestos diferidos se determinan por separado para cada componente que paga impuestos (una entidad individual o un grupo de entidades consolidadas para propósitos de impuestos) en cada jurisdicción de impuestos. La determinación incluye los siguientes procedimientos:



- Calcular la obligación total de impuestos diferidos para las diferencias gravables temporales utilizando la tasa de impuestos aplicable.
- Calcular los activos totales de impuestos diferidos para las diferencias temporales deducibles y los traslados a partidas posteriores de la pérdida de las operaciones utilizando la tasa de impuestos aplicable.
- Reducir los activos de impuestos diferidos mediante una asignación de valuación si, basándose en el peso de las pruebas disponibles, es más probable que no (una probabilidad mayor de 50%) alguna porción o todos los activos de impuestos diferidos no se realizarán.

El punto de concentración es en el cálculo de las partidas del balance, los activos de impuestos diferidos y los pasivos. El *gasto* del impuesto sobre las utilidades no se calcula directamente. Para ser más precisos, se calcula como la diferencia entre el cambio en los impuestos diferidos (activos y pasivos) y el impuesto pagadero a las autoridades fiscales. Además, debido a que los principios de contabilidad generalmente aceptados son diferentes de las normas fiscales, el ingreso antes de impuestos (dado a conocer a los accionistas) que se calcula utilizando los principios contables aceptados a menudo es diferente del ingreso gravable (declarado a las autoridades fiscales).

Los impuestos diferidos provienen de las diferencias entre el ingreso manifestado a los accionistas conforme a los principios de contabilidad generalmente aceptados y el ingreso gravable declarado a las autoridades fiscales. Por consiguiente, es necesario comprender la naturaleza de estas diferencias, un tema que a continuación se examina.

Diferencias temporales en el impuesto sobre las utilidades

Las compañías llevan dos series de libros: una para el cálculo del informe anual y otra para impuestos. Esto es perfectamente legal. El ingreso y el gasto en el estado de resultados se determinan de conformidad con los principios de contabilidad generalmente aceptados sobre la base de acumulación. El ingreso gravable declarado a las autoridades fiscales estatales y federales por lo general se calcula sobre una base de efectivo. Como resultado, habrá diferencias temporales entre los dos, que finalmente se deben anular.[1] Por ejemplo, considérese una compañía que deprecia 1 000 dólares de activos a lo largo de 10 años (con un valor de rescate de cero) sobre una base en

[1] También es posible que haya diferencias *permanentes*, como el interés recibido sobre bonos exentos de impuestos que se refleja en ingreso registrado pero nunca será gravable y multas que nunca serán deducibles para propósito de impuestos. Las diferencias permanentes no dan origen a impuestos diferidos y, por consiguiente, se ignoran en esta discusión.

línea recta. Para reducir el ingreso gravable actual y, por consiguiente, para conservar el efectivo, la compañía decide utilizar con propósitos de impuestos una depreciación de doble saldo decreciente (el empleo de diferentes métodos de depreciación está permitido y es una práctica común). En el año 1, la depreciación contable es de 100 dólares, mientras que la depreciación de impuestos es de 200 dólares. Años después, la depreciación contable a la larga excederá a la depreciación de impuestos, ya que conforme a cualquier método la depreciación total es igual a 1 000 dólares. En consecuencia, esta diferencia de impuestos se anula y es temporal. Los tipos de diferencias de libros/impuestos y sus efectos en los estados financieros se resumen de la siguiente manera:

Ingreso registrado (antes de impuestos) comparado con ingreso gravable	Efecto del gasto de impuestos sobre el ingreso	Efecto sobre los impuestos por pagar	Efecto sobre las cuentas de impuestos diferidos en el balance
Ingreso gravable más bajo que el ingreso antes de impuestos	Más elevado	Más bajo	Créditos
Ingreso gravable más elevado que el ingreso antes de impuestos	Más bajo	Más elevado	Débitos

El ingreso gravable más bajo que el ingreso antes de impuestos (declarado) surge cuando las compañías reclaman deducciones de impuestos antes de reconocer el gasto en las declaraciones de impuestos. Un ejemplo es utilizar la depreciación acelerada para devoluciones de impuestos y en línea recta para los informes a los accionistas, que se examinan anteriormente. El efecto inmediato es disminuir el ingreso gravable, lo que resulta en un pago menor de impuestos y un incremento en el flujo de efectivo. Puesto que a la larga estas diferencias temporales se deben anular, se sabe que, en algún punto, el ingreso gravable será más elevado, lo que resulta en impuestos más elevados pagados en el futuro. Esta obligación se pone de manifiesto mediante un pasivo de impuestos diferidos (crédito) en el balance y en el consiguiente reconocimiento del gasto de impuestos sobre las utilidades.

De otra forma, las compañías pueden registrar en la actualidad gastos que no son deducibles en sus declaraciones impositivas. Un ejemplo es la acumulación de un gasto de reestructuración por despido que conforme a los principios de contabilidad generalmente aceptados se reconoce cuando se incurre en él, pero que no es deducible para propósitos de impuestos hasta que se hacen realmente los pagos por despido. Estas futuras deducciones son un beneficio (un futuro flujo de entrada de efectivo de la reducción de impuestos pagados) que se reconoce en el balance como un activo de impuestos diferidos y una reducción consiguiente del gasto del impuesto sobre las utilidades.

Los activos con impuestos diferidos se deben evaluar en cada fecha de declaración lo mismo que todos los otros activos, y su valor contable se debe disminuir si está en duda la realización del beneficio de impuestos. Esta disminución se realiza por medio de una cuenta de asignación, similar en cuanto a concepto a la asignación para cuentas por cobrar incobrables. Sin embargo, una diferencia notable entre las dos es que mientras que la disminución del valor contable de una cuenta por cobrar reduce el ingreso en una fracción (1 − tasa de impuesto) del gasto, la disminución del valor contable de un activo con impuesto diferido reduce la utilidad neta dólar por dólar. Además de eso, debido a que las asignaciones de la valuación de activos con impuestos diferidos se pueden anular (cuando más adelante la realización del beneficio se considera como probable), se debe estar consciente de la posibilidad de una administración de las ganancias por medio de esta cuenta (como reducir el ingreso cuando la asignación se incrementa e incrementar el ingreso cuando ésta se reduce).

Un balance registra por separado las obligaciones de impuestos diferidos y los activos con impuestos diferidos en cantidades circulantes y no circulantes. Las obligaciones de impuestos diferidos y los activos con impuestos diferidos se clasifican como circulantes, o no circulantes, dependiendo de la clasificación del activo o el pasivo relacionado con respecto al informe financiero. Una obligación de impuestos diferidos o un activo con impuestos diferidos no relacionado con un activo o un pasivo del registro financiero, incluidos los activos con impuestos diferidos relacionados con las partidas trasladables a ejercicios posteriores, se clasifica conforme al periodo de anulación esperado de la diferencia temporal.

Un problema básico con las diferencias temporales es la disparidad entre el ingreso antes de impuestos registrado en el estado de resultados y el ingreso gravable en la declaración de impuestos. Si el impuesto real pagado se considera como un gasto del periodo, no concordará con el ingreso antes de impuestos en el estado de resultados. Esto viola el principio contable básico de correspondencia entre el ingreso y los gastos relacionados. La **asignación de impuestos entre periodos** está diseñada para asegurar que en el ingreso registrado en los estados financieros se haya cargado el impuesto aplicable a dicho ingreso, no importa cómo se haya registrado éste para propósitos de impuestos. Lo anterior permite alcanzar el objetivo básico de reconocer las consecuencias de impuestos de un suceso en el mismo periodo en el que se reconoce en los estados financieros.

Caso 6.1. Considere un caso que ilustra los principios de la *asignación de impuestos entre periodos.* Un minorista vende bicicletas para montaña a plazos. El 1 de enero del año 1, vende una bicicleta en 720 dólares pagaderos a la tasa de 20 dólares al mes durante 36 meses. Ignorando los cargos financieros, la utilidad bruta para el minorista es de 20% y la tasa de impuestos es de 50%. Para el informe financiero, el minorista reconoce en el año 1 la utilidad bruta total de 144 dólares (20% de 720 dólares). Para propósitos de impuestos, reconoce la utilidad basada en las cobranzas reales de efectivo, como sigue:

	Cobranza de efectivo	Utilidad bruta gravable (20%)	Impuesto real por pagar (50%)
Año 1	$240	$48	$24
Año 2	240	48	24
Año 3	240	48	24
Total	$720	$144	$72

Sin ninguna asignación de impuestos entre periodos, el minorista registra los siguientes resultados financieros:

	Utilidad antes de impuestos	Impuestos por pagar	Utilidad (pérdida) neta
Año 1	$144	$24	$120
Año 2	—	24	(24)
Año 3	—	24	(24)
Total	$144	$72	$72

La posibilidad de una interpretación errónea de estos informes es evidente. El registro financiero de la utilidad del año 1 no incluye la parte correcta de impuestos. Esto produce una "sobrestimación" de las utilidades de 48 dólares. Esta interpretación errónea continúa los años 2 y 3, donde las utilidades se subestiman en 24 dólares cada año, debido a que incluyen un pago de impuestos no relacionado con ningún ingreso de esos años. Estos informes engañosamente pueden llevar a pensar que en el año 1 este minorista realizó actividades comerciales que produjeron una utilidad de 120 dólares. En realidad, el minorista vende una bicicleta de montaña en efectivo (720 dólares), obtiene una utilidad bruta de 144 dólares, paga 72 dólares de impuestos y registra una utilidad después de impuestos de 72 dólares. La asignación de impuestos entre periodos está diseñada para remediar estas distorsiones por medio de una cuenta de impuestos diferidos. Esta cuenta se utiliza para lograr una mejor correspondencia entre el gasto de impuestos registrado y el ingreso registrado, como sigue:

	Utilidad antes de impuestos	GASTO DE IMPUESTOS			Utilidad después de impuestos	Cuenta de impuestos diferidos
		Por pagar	Diferidos	Total		
Año 1	$144	$24	$48	$72	$72	$48
Año 2	—	24	(24)	—	—	24
Año 3	—	24	(24)	—	—	—

Esta cuenta de impuestos diferidos (48 dólares en el año 1) es un pasivo en este caso y ajusta las diferencias temporales. La provisión para impuestos diferidos no requiere efectivo, y el crédito de impuestos proveniente de la anulación de los impuestos diferidos no es una fuente de efectivo.

Este caso de una venta a plazos es una simplificación de un proceso complejo. Aunque, como se muestra en el caso, el impuesto diferido sobre la bicicleta de montaña se anula totalmente a finales del año 3, la cuenta total de impuestos diferidos por lo común no se anula totalmente. Por ejemplo, si en el año 2 se vende otra bicicleta de montaña, la cuenta total del impuesto diferido sigue siendo igual. Además, si el minorista vende un número creciente de bicicletas de montaña, la cuenta de impuestos diferidos se incrementa realmente. En el caso de las diferencias en el informe financiero y el impuesto atribuido a la depreciación, y cuando los activos son de larga vida, la cuenta de impuestos diferidos por lo común se incrementa a lo largo del tiempo, o por lo menos permanece estable.

Transferencias de pérdidas fiscales a periodos anteriores y posteriores

Una compañía que incurre en una pérdida de operación por lo común la puede trasladar a ejercicios anteriores para obtener un reembolso sobre los impuestos pagados. Si no es posible cubrir totalmente una pérdida dentro de los dos años anteriores, se puede trasladar a ejercicios posteriores durante 20 años para aplicarla contra los futuros impuestos pagaderos. La determinación del estado de una pérdida de impuestos trasladada a ejercicios anteriores es usualmente sencilla: está disponible o no lo está. Un activo se reconoce por la cantidad de impuestos pagados en los años anteriores que es reembolsable por medio de traslados a ejercicios anteriores de una pérdida de operación o de un crédito de impuestos no utilizado. El valor de una pérdida de impuestos trasladada a ejercicios posteriores depende de la capacidad de una compañía de ganar un ingreso gravable en el futuro, lo que no es una certidumbre. Un traslado a ejercicios posteriores de una pérdida de operación o de un crédito de impuestos se reconoce como una reducción de una obligación de impuestos diferidos para las diferencias temporales que se espera produzcan cantidades gravables en el periodo del traslado a ejercicios posteriores. En vez de ello, el beneficio de impuestos del traslado a ejercicios posteriores de una pérdida de operación o de un crédito de impuestos que no se puede reconocer como una reducción de una obligación de impuestos diferidos se registra como un activo con impuestos diferidos. Después, este activo se reduce mediante una valuación de la asignación si, basándose en la información disponible, es más probable que improbable que todo o parte del activo con impuestos diferidos no se realizará. En el año de una pérdida cuando están disponibles tanto el traslado a ejercicios anteriores como el traslado a ejercicios posteriores de una pérdida neta de la operación (NOL, siglas de Net operating loss), una compañía hace la siguiente entrada:

Reembolso de impuesto sobre las utilidades por cobrar	XXX	
Activo con impuesto diferido del traslado a ejercicios posteriores de la NOL	XXX	
Beneficio del gasto de impuesto sobre las utilidades del traslado a ejercicios anteriores de la NOL		XXX
Beneficio del gasto de impuesto sobre las utilidades del traslado a ejercicios posteriores de la NOL		XXX

El efecto de las dos entradas de crédito en el gasto de impuesto sobre las utilidades es reducir el gasto de impuestos e incrementar la utilidad neta. Por consiguiente, la compañía reconoce actualmente su capacidad de compensar su pérdida contra el ingreso gravable previo (generando un reembolso) así como de trasladar a ejercicios posteriores la porción no utilizada para compensar el futuro ingreso gravable (activo con impuesto diferido). El efecto neto es registrar una pérdida neta que se reduce mediante estos créditos de impuestos. La reducción de impuestos resultante de los traslados a ejercicios posteriores de las pérdidas de impuestos aparecen en la reconciliación del gasto de impuestos con la cantidad, basándose en la aplicación de tasas domésticas federales estatutarias al ingreso antes de impuestos de las operaciones continuas. El análisis de esta reconciliación a menudo permite apreciar las futuras tasas de impuestos efectivas de una compañía.

Revelaciones del impuesto sobre las utilidades

La figura 6.13 presenta la nota al pie de página del impuesto sobre las utilidades del informe anual de Dell en 2005. Dell manifiesta un gasto de impuestos de 1 402 millones de dólares. De

Nota al pie de impuestos sobre las utilidades de Dell

Figura 6.13

La provisión para impuestos sobre las utilidades consiste en lo siguiente:

	EJERCICIO FISCAL QUE TERMINÓ		
	28 de enero de 2005	30 de enero de 2004	31 de enero de 2003
	(en millones de dólares)		
Actual			
Doméstico	$ 984	$969	$702
Extranjero	209	132	94
Cargo de repatriación de impuestos	280	—	—
Diferido	(71)	(22)	109
Provisión para impuestos sobre las utilidades	$1 402	$1 079	$905

Los impuestos diferidos no se han provisto sobre el exceso de la base en libros en la cantidad de 2 900 millones de dólares aproximadamente en las acciones de algunas subsidiarias extranjeras, ya que no se espera que estas diferencias en las bases se anulen en un futuro previsible y su duración es en esencia permanente. Estas diferencias en las bases se originaron principalmente de las ganancias en libros no distribuidas de las subsidiaras en las cuales Dell pretende reinvertir indefinidamente. Las diferencias en las bases se podrían anular por medio de una venta de las subsidiarias, el recibo de dividendos de las subsidiarias, así como de varios otros sucesos. El neto de créditos de impuestos extranjeros disponibles, el impuesto sobre las utilidades residual de aproximadamente 740 millones de dólares se adeudaría a la anulación de este exceso de la base en libros.

Los componentes de activos con impuestos sobre las utilidades diferidos de Dell son como sigue:

	EJERCICIO FISCAL QUE TERMINÓ	
	28 de enero de 2005	30 de enero de 2004
	(en millones de dólares)	
Activos con impuestos diferidos		
Ingreso diferido	$ 241	$ 86
Inventario y provisiones de garantías	232	260
Afectaciones de la inversión y ganancias no percibidas	23	39
Provisiones para devoluciones de productos y cuentas dudosas	22	21
Pérdida de capital	6	96
Arrendamientos	—	69
Otros	99	104
	623	675
Obligaciones de impuestos diferidos		
Activos fijos	(156)	(129)
Arrendamiento	(10)	—
Otros	(26)	(74)
	(192)	(203)
Activos netos con impuestos diferidos	$ 431	$ 472
Porción actual (incluida en otros activos circulantes)	$ 425	$ 339
Porción a largo plazo (incluida en otros activos a largo plazo)	6	133
Activos netos con impuestos diferidos	$ 431	$ 472

(*continúa*)

***Nota al pie de impuestos sobre las utilidades de Dell** (conclusión)*

La tasa de impuestos efectiva difirió de la tasa de impuestos sobre las utilidades federal estatutaria de Estados Unidos como sigue:

	EJERCICIO FISCAL QUE TERMINÓ		
	28 de enero de 2005	30 de enero de 2004	31 de enero de 2003
Tasa federal estatutaria de Estados Unidos	35.0%	35.0%	35.0%
Ingreso extranjero gravado a diferentes tasas	(11.6)	(7.3)	(7.9)
Cargo de repatriación de impuestos	6.3	—	—
Otros	1.8	1.3	2.8
Tasa de impuestos efectiva	31.5%	29.0%	29.9%

esa cantidad, 1 473 millones representan pagos en efectivo (la porción actual) y (71) millones de dólares constituyen la porción del gasto resultante de los *cambios* en los impuestos diferidos. Para 2005, el cambio en los impuestos diferidos en realidad redujo el gasto de impuestos de Dell. Dell también proporciona un resumen de los componentes de sus pasivos y activos con impuestos diferidos. Los pasivos de 192 millones de dólares de impuestos diferidos proceden principalmente de propiedad, planta y equipo y se relacionan con el uso de la depreciación acelerada en las declaraciones de impuestos y de la depreciación en línea recta para propósitos de libros. Los 623 millones de dólares de activos con impuestos diferidos son el resultado del reconocimiento del ingreso diferido (no se recibió efectivo) y de la acumulación de gastos (provisiones de inventario y garantías) en el estado de resultados que todavía no se han pagado y que, por consiguiente, no son deducibles para propósitos de impuestos. De igual manera, Dell no ha determinado una asignación de valuación para sus activos con impuestos diferidos ya que espera que todos esos beneficios se realicen. El activo neto de impuestos diferidos de 431 millones de dólares se registra en el balance. Por último, Dell proporciona una reconciliación de la tasa de impuestos sobre las utilidades corporativa estatutaria de 35% con el porcentaje de 31.5% pagado realmente. La mayor parte de esta diferencia se debe a la repatriación de las ganancias de subsidiarias extranjeras a tasas de impuestos favorables en 2004 (Dell pagó un impuesto adicional a una tasa de 5.25% para obtener una cantidad de efectivo que se habría gravado a 35% en ausencia del crédito de impuestos especial) y tasas de impuestos sobre las utilidades extranjeras generalmente más bajas. La tasa de impuestos efectiva de Dell para 2005 fue de 31.5%.

Análisis de impuestos sobre las utilidades

El análisis debe comprender la relación entre el ingreso antes de impuestos y el gasto de impuestos sobre las utilidades. Se debe recordar que los procedimientos aplicados a los traslados de pérdidas a ejercicios posteriores difieren de los aplicados a los traslados a ejercicios anteriores. Los traslados a ejercicios anteriores resultan en un reembolso de impuestos en el año de la pérdida y se reconocen como un activo, mientras que un traslado de pérdidas a ejercicios posteriores resulta en un activo *diferido*. Este activo de impuestos diferidos se reduce mediante una asignación de valuación según el grado en que "sea más probable que improbable" que todo o parte de él no se realice mediante una reducción de impuestos por pagar (sobre el ingreso gravable) durante el periodo de traslado a ejercicios posteriores.

La contabilidad produce una acumulación de impuestos razonable y, en consecuencia, cifras equilibradas de ingreso. La práctica distingue la estrategia de impuestos del registro financiero del ingreso. Disminuye los motivos de la administración para ajustar los resultados por medio de técnicas contables. La asignación de impuestos entre periodos también es sólida desde una perspectiva analítica. Es decir, los activos cuya futura posibilidad de deducción de impuestos se

reduce no valen tanto como aquellos que tienen una mayor posibilidad de deducir impuestos. Por ejemplo, considere dos compañías que deprecian un activo idéntico con un costo de 100 000 dólares conforme a diferentes métodos de impuestos para la depreciación, que resultan el primer año en cantidades de depreciación de 10 000 y 20 000 dólares, respectivamente. A finales del año 1, una compañía tiene un activo que puede depreciar para propósitos de impuestos por la cantidad de 90 000 dólares, la otra compañía sólo puede depreciar su activo por la cantidad de 80 000 dólares. Estos dos activos no tienen un valor igual. El ajuste de diferir los impuestos reconoce esta realidad económica.

Un punto débil en la asignación de impuestos entre periodos es la falta de reconocimiento del valor presente de una obligación o pérdida de beneficios futuras. Estos valores se deben descontar, en vez de registrarlos por sus cantidades totales como se hace actualmente en las cuentas de impuestos diferidos de las compañías. El FASB ignoraba el valor del dinero en cuanto al tiempo debido a su supuesta complejidad, tanto en la ejecución como en la interpretación. Sin embargo, los cálculos del valor presente aparecen en muchas otras áreas, entre otras la contabilidad de arrendamientos y pensiones. Si no se descuentan esos valores, el análisis es obstaculizado. El FASB también cedió ante la presión de varios grupos cuando conservó las provisiones tempranas que permiten que las compañías matrices eviten prever los impuestos diferidos sobre las ganancias no enviadas de las subsidiarias.

El análisis del gasto de impuestos también se debe cuidar de cometer un error común en esta área. En ocasiones se supone incorrectamente que la contabilidad de impuestos diferidos actúa como una compensación total de las diferencias entre los métodos contables de impuestos y financieros. Para ser más precisos, si por ejemplo se supone que la depreciación acelerada para propósitos de impuestos es más realista que la depreciación en línea recta o que el registro financiero y una tasa de impuestos marginal de 35%, el efecto de los impuestos diferidos es eliminar sólo alrededor de una tercera parte de la sobrestimación del ingreso resultante de la depreciación en línea recta para el registro financiero.

Las divulgaciones del impuesto sobre las utilidades explican por qué la tasa efectiva del gasto de impuestos difiere de la tasa estatutaria actual. Ésta es una herramienta importante en el análisis de si se espera que continúen los beneficios de impuestos o los costos extra actuales de los cuales disfruta una compañía o en los cuales incurre. Una información más confiable puede mejorar las predicciones sobre los flujos de efectivo y las ganancias. Los beneficios como crédito de investigación y desarrollo, protecciones de impuestos extranjeros, asignaciones para agotamiento y trato de las ganancias de capital dependen de la sanción legislativa y están sujetos a cambio, rechazo o expiración. Otras diferencias, como las resultantes de diferenciales de impuestos extranjeros y traslados a ejercicios posteriores de pérdidas de impuestos, dependen de condiciones económicas y legales que también requieren atención. Algunos beneficios de impuestos podrían o no seguir en las leyes de impuestos. El antiguo y considerable beneficio del crédito de impuestos sobre inversión fue rechazado en 1986, pero es probable que vuelva a estar vigente. Otros beneficios, como los gastos de capital, dependen de la capacidad de la compañía para aprovecharlos con el fin de ganar créditos de impuestos sobre inversión cuando éstos estén disponibles.

Una tasa efectiva de impuestos baja lleva a investigar la probabilidad de una recurrencia de los beneficios de impuestos, así como una tasa de impuestos superior a la normal requiere escrutinio. Por ejemplo, es posible que una tasa efectiva superior a la normal se deba a pérdidas de una subsidiaria que una compañía tal vez no podría compensar en su declaración de impuestos. Una fuente de información útil es el análisis de la reconciliación de la tasa de impuestos efectiva. Por ejemplo, si el análisis indica que un interés libre de impuestos redujo los impuestos en la suma de 144 000 dólares, se puede determinar la cantidad del ingreso libre de impuestos dividiendo 144 000 entre 0.35 (asumiendo una tasa de interés estatutaria), o sea 411 429 dólares. El análisis de los *componentes* del gasto de impuestos sobre las utilidades diferidas también proporciona alguna comprensión del asunto. Por medio de la evaluación de los componentes resulta posible aprender acerca de la capitalización de los costos, el reconocimiento oportuno de los ingresos y de otros ajustes discrecionales a las acumulaciones. También se puede adquirir información acerca de las futuras reducciones esperadas en los impuestos sobre las utilidades diferidas. Estas reducciones pueden predecir desembolsos de impuestos (efectivo) más elevados y son factores de predicción valiosos de la liquidez. Por ejemplo, siempre que se "anula" un crédito de impuestos diferidos, el

gasto de impuestos contable se reduce por la cantidad de la anulación. Sin embargo, el pago real de impuestos es más elevado que el gasto neto registrado en el estado de resultados. La implicación es una disminución del efectivo.

APÉNDICE 6A. GANANCIAS POR ACCIÓN: CÁLCULO Y ANÁLISIS

Los datos de las ganancias por acción (EPS, Earnings per share) se utilizan ampliamente en la evaluación del desempeño de la operación y rentabilidad de una compañía. Este apéndice describe los principios que gobiernan el cálculo y la interpretación de las ganancias por acción. Una característica clave del cálculo de las ganancias por acción es el reconocimiento del efecto potencial de la dilución. La **dilución** es la reducción en las ganancias por acción (o el incremento en la pérdida neta por acción) resultante de los valores sujetos a dilución que se convierten en acciones comunes, del ejercicio de opciones y *warrants*, o de la emisión de acciones adicionales en cumplimiento con los contratos. Debido a que estos efectos adversos sobre las ganancias por acción pueden ser sustanciales, el cálculo de las ganancias por acción sirve para atraer la atención a los efectos potenciales de la dilución sobre la estructura de capital de una empresa.

Los requerimientos en cuanto al cálculo y el registro (véase *SFAS 128*) para las ganancias por acción son congruentes con los estándares contables internacionales. La *SFAS 128* requiere una doble presentación de las *EPS básicas* y las *EPS diluidas* en el estado de resultados de compañías con estructuras de capital complejas, y requiere una reconciliación del numerador y el denominador de las EPS básicas con respecto a las EPS diluidas. Para comprender estos cálculos y su interpretación, este apéndice: 1) explica las estructuras de capital simples y complejas, 2) describe las medidas varias de las ganancias por acción, y 3) proporciona varios ejemplos de casos.

ESTRUCTURA DE CAPITAL SIMPLE

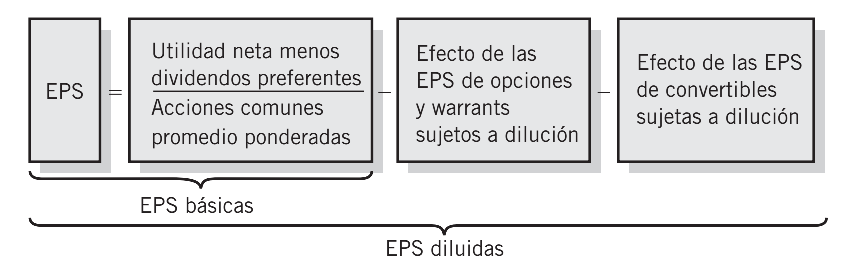
Una **estructura de capital simple** se compone sólo de acciones comunes y valores no convertibles y no incluye valores que potencialmente estén sujetos a dilución. En el caso de las compañías con estructuras de capital simples, se requiere una sola presentación de las ganancias por acción y éstas se calculan como sigue:

$$\text{Ganancias básicas por acción} = \frac{\text{Utilidad neta – Dividendos preferentes}}{\text{Número promedio ponderado de acciones comunes en circulación}}$$

En el numerador de este cálculo, los dividendos de los antiguos valores de capital acumulativos, obtenidos o no, se deducen de la utilidad neta o se suman a la pérdida neta. El cálculo preciso del número promedio ponderado de acciones comunes en circulación es la suma de las acciones en circulación cada día, dividida entre el número de días del periodo.

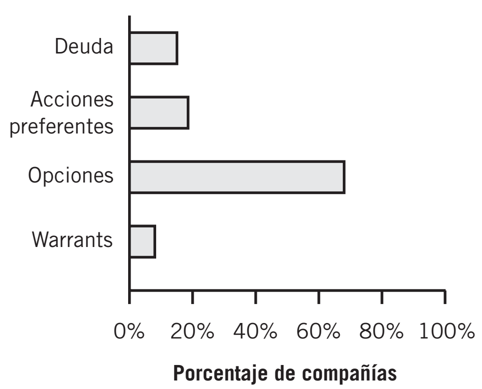
ESTRUCTURA DE CAPITAL COMPLEJA

Se considera que una compañía tiene una **estructura de capital compleja** si tiene valores en circulación potencialmente sujetos a una dilución, como valores convertibles, opciones, *warrants*, y otros contratos similares de emisión de acciones. Más de 25% de las compañías que cotizan en bolsas de valores tienen valores potencialmente sujetos a dilución. La relación entre ganancias básicas y diluidas por acción para estas compañías se describe como:



Esta presentación doble advierte a los usuarios acerca del potencial de que ocurra una dilución en las ganancias por acción. Estas dos cifras de las ganancias por acción se registran con igual prominencia en los estados de resultados de compañías con estructuras de capital complejas. Esas compañías no necesitan registrar las ganancias diluidas por acción cuando sus acciones comunes potenciales no están sujetas a dilución. Los **valores no sujetos a dilución** son aquellos que incrementan las ganancias por acción cuando se ejercen o se convierten.

Fuentes de dilución potencial



Ganancias básicas por acción

El cálculo de las utilidades básicas por acción para las compañías con estructuras de capital complejas es idéntico al de las compañías con estructuras de capital simples.

Ganancias diluidas por acción

Las compañías con estructuras de capital complejas deben registrar las cifras de las ganancias por acción tanto básicas como diluidas. La figura 6A.1 describe el cálculo de las ganancias por acción para las estructuras de capital complejas. Las EPS diluidas reflejan *todas* las acciones comunes potenciales que disminuyen las ganancias por acción. Sólo se consideran los tipos más familiares de valores potencialmente sujetos a dilución: opciones de acciones y *warrants*, y acciones preferentes y bonos convertibles.

Las EPS diluidas se calculan sobre una base de *como si*, es decir, se asume que todos los valores convertibles se convierten y que todas las opciones se ejercen en la primera oportunidad posible (por ejemplo, a principios del año si los valores están en circulación en esa fecha). El

Cálculos de las EPS ***Figura 6A.1***

Estructura de capital

¿Opciones, warrants, o valores convertibles en circulación?

No → Estructura de capital simple → EPS básicas

$$= \frac{\text{Utilidad neta} - \text{Dividendos preferentes}}{\text{Promedio ponderado de acciones comunes}}$$

Sí → Estructura de capital compleja → EPS diluidas

$$= \frac{\text{Utilidad neta para acciones comunes ajustada para interés (neto de impuestos) y dividendos preferentes sobre valores sujetos a dilución}}{\text{Promedio ponderado de acciones comunes que incluye valores sujetos a dilución}}$$

numerador para las EPS diluidas ajusta la utilidad neta con respecto a los siguientes efectos del ejercicio de valores u opciones convertibles:

1. Si las acciones preferentes se han convertido en comunes, es necesario eliminar cualquier dividendo preferente, ya que se asume que las acciones preferentes ya no están en circulación.
2. Si los bonos se convierten, se debe eliminar cualquier gasto de interés de la utilidad neta. Esto se logra volviendo a sumar la cantidad después de impuestos del interés acumulado.

El denominador suma las acciones adicionales emitidas como resultado de la conversión o el ejercicio de opciones. En el caso de los bonos convertibles, la cantidad de acciones que se van a emitir a la conversión se suma directamente. En el caso de opciones, se asume que las utilidades del ejercicio de la opción se utilizan para la recompra de acciones en el mercado abierto al precio promedio de la acción. Sólo las acciones netas emitidas se suman al denominador.

Para ilustrar el cálculo de las EPS, considérese una compañía con los siguientes valores en circulación:

- *Acciones comunes:* 1 000 000 de acciones en circulación durante todo el año.
- *Acciones preferentes:* 500 000 acciones en circulación durante todo el año.
- *Bonos convertibles:* 5 000 000 de dólares de bonos a 6%, vendidos a su valor nominal, convertibles en 200 000 acciones de las acciones comunes.
- *Opciones de acciones para empleados:* las opciones para la compra de 100 000 acciones a 30 dólares han estado en circulación durante todo el año. El precio de mercado promedio de las acciones comunes de la compañía durante el año es de 40 dólares.
- *Utilidad neta:* 3 000 000 de dólares.
- *Dividendos preferentes:* 50 000 dólares
- *Tasa de impuestos marginal:* 35%

$$\text{EPS básicas} = \frac{3\,000\,000 - 50\,000}{1\,000\,000} = 2.95 \text{ dólares}$$

$$\text{EPS diluidas} = \frac{3\,000\,000 - 50\,000 + [(5\,000\,000 \times 6\%)(1 - 0.35)]}{1\,000\,000 + 200\,000 + 25\,000} = 2.57 \text{ dólares}$$

Las EPS básicas se calculan como utilidad neta menos acciones preferentes, dividido entre el número promedio ponderado (en circulación por fracción del año) de acciones en circulación durante el año.

Las EPS diluidas suponen la conversión de todos los valores convertibles y el ejercicio de todas las opciones sujetas a dilución en la primera oportunidad posible, en este caso a principios del año. El tercer término del numerador es la adición posterior del interés después de impuestos que no se habría pagado si los bonos se hubieran convertido en acciones comunes. El ajuste de impuestos es necesario ya que el ingreso antes de impuestos se habría incrementado por la cantidad del gasto de interés que no se hizo. Las acciones adicionales que se supone se emitieron a la conversión de los bonos se suman al denominador. El tercer término del denominador se relaciona con el ejercicio de las opciones. Lo anterior se calcula como sigue:

Acciones compradas al ejercicio de la opción	100 000	
Precio de ejercicio	× 30	dólares
Utilidades recibidas al ejercicio	3 000 000	dólares
Precio de mercado promedio de la acción común	÷ 40	dólares
Acciones recompradas con las utilidades de la opción.	75 000	

Incremento neto en las acciones debido al ejercicio de las opciones = 100 000 – 75 000 = 25 000.

ANÁLISIS DE LAS GANANCIAS POR ACCIÓN

Los requerimientos de la técnica contable en cuanto a las ganancias por acción a menudo son objeto de críticas, debido a que se extienden fuera del dominio usual de la contabilidad. La contabilidad para las ganancias por acción depende de las presentaciones por forma que en gran medida están bajo la influencia de las fluctuaciones del mercado. De igual manera, se relaciona con áreas del análisis de los estados financieros. Cualquiera que sea el valor de estas críticas, el análisis debe aceptar esta iniciativa de la profesión contable. Los factores considerados en el cálculo de las ganancias por acción han variado y requieren considerables datos propiedad de la empresa, de manera que resulta apropiado asignarles esta responsabilidad a la administración y a los auditores de ésta. Sin embargo, el análisis debe rendir una comprensión a fondo de las bases sobre las cuales se calculan las ganancias por acción de manera que sea posible hacer inferencias razonables. Las divulgaciones de las ganancias por acción requieren una reconciliación de los numeradores y los denominadores de los cálculos de las ganancias por acción básicas y diluidas. Esto implica la divulgación del ingreso individual y de los efectos de las acciones comunes de todos los valores que afectan a las ganancias por acción. Esa divulgación proporciona un acercamiento adicional a las compañías con estructuras de capital complejas.

A pesar de estos mejoramientos en los cálculos y las divulgaciones de las ganancias por acción, aún persisten grandes obstáculos para realizar un análisis eficaz:

- El cálculo de las ganancias básicas por acción ignora los efectos potenciales de la dilución de opciones y *warrants*. Esto puede "fomentar" las ganancias por acción de ciertas compañías de 10 a 20%, o más, mientras oculta potencialmente el riesgo de las emisiones de nuevas acciones. El análisis debe estudiar las ganancias diluidas por acciones para evitar esta trampa.
- Hay contradicción en el hecho de tratar ciertos valores como el equivalente de las acciones comunes para calcular las ganancias por acción aunque no se les considere como parte del capital de los accionistas. En consecuencia, en el análisis es difícil vincular en forma efectiva las ganancias por acción registradas con la posición de apalancamiento de la deuda correspondiente a esas ganancias.
- Los efectos de dilución de opciones y *warrants* dependen del precio de las acciones comunes de la compañía. Esto acarrea un "efecto circular", en el sentido de que el registro de las ganancias por acción influye en los precios de las acciones que, a su vez, influyen en las ganancias por acción. De aquí que, las ganancias por acción registradas son afectadas por el precio de las acciones y no únicamente reflejan los aspectos económicos fundamentales de la compañía. Esto también sugiere que la proyección de las ganancias por acción registradas considera no sólo las futuras ganancias, sino también los precios futuros de las acciones.

APÉNDICE 6B. ASPECTOS ECONÓMICOS DE LAS OPCIONES DE ACCIONES PARA EMPLEADOS

En ausencia de efectos de incentivos (resultantes en un mejor desempeño), las ESO constituyen una transferencia neta de riqueza de los accionistas a los empleados. Esta sección describe tanto los beneficios económicos como los costos de las ESO.

BENEFICIOS DE LAS OPCIONES SOBRE ACCIONES PARA EMPLEADOS

El beneficio principal de las ESO es el incremento potencial en el valor de la compañía, que se puede generar mediante el efecto de los incentivos sobre la conducta del empleado. Las ESO pretenden alinear los incentivos de los empleados y la compañía proporcionando a los empleados

un interés de propiedad en la compañía. La idea de la *alineación de incentivos* tiene sus orígenes en la *teoría de agencia* y se explica en el ejemplo 6B.1

EJEMPLO 6B.1

El administrador de una compañía está planeando un viaje de negocios a China. El administrador puede viajar en clase turista a un costo de 1 000 dólares el viaje redondo, o en primera clase, a un costo de 4 000 dólares. Al viajar en clase turista, el administrador les ahorra 3 000 dólares a los accionistas de la compañía. Suponga que al administrador le pagan un salario fijo de 80 000 dólares anuales. El administrador probablemente prefiere la comodidad de viajar en primera clase a viajar en clase turista y ahorrarles 3 000 dólares a los accionistas. Alternativamente, le pueden otorgar al administrador un interés de 20% en las acciones comunes de la compañía. En este caso, el administrador pierde 600 dólares (20% de 3 000) al viajar en primera clase y no en clase turista. El administrador podría apreciar el ahorro de 600 dólares más que la comodidad de viajar en primera clase y, con eso, viajar en clase turista y ahorrarle 3 000 dólares a la compañía. El motivo del administrador para elegir esta acción que incrementa el valor del accionista, es resultado de que los incentivos del administrador están mejor alineados con los de la compañía mediante el interés de propiedad de 20%.

Aun cuando hay argumentos sólidos que respaldan los efectos incentivos de proporcionar a los empleados opciones de acciones, se duda si las ESO contribuyen en realidad a un desempeño mejorado del empleado. Los datos estadounidenses acerca de los efectos de incentivo de las ESO son heterogéneos y los de otros países sugieren que podría haber otros factores, más importantes, que afectan la motivación del empleado. Las ESO también podrían incrementar la *propensión al riesgo* de los administradores. Es decir, las ESO podrían inducir a los administradores a aventurarse en proyectos más arriesgados ya que ellos tienen una participación en el potencial ascendente superior, pero tienen el beneficio de la protección descendente que ofrece la opción. Esa conducta por lo común es perjudicial para los accionistas ya que éstos no cuentan con una protección semejante. Aun así, las ESO se otorgan a los administradores en industrias innovadoras y en crecimiento para inducirlos a que acepten más riesgos.

COSTO DE LAS OPCIONES SOBRE ACCIONES PARA EMPLEADOS

El costo de las opciones de acciones para empleados es el de sus potenciales efectos de dilución. Es decir, cuando se ejercen, las ESO transfieren la riqueza de los accionistas a los empleados mediante la dilución del interés actual de los accionistas en la compañía. Pero, ¿incurre la compañía en un costo cuando el precio de ejercicio es igual al precio de las acciones en la fecha del otorgamiento? El *enfoque del valor intrínseco* a esta pregunta implica que no hay ningún costo. Este método mide el costo como el grado en que el precio de ejercicio es más bajo que el precio de la acción. Se basa en el juicio erróneo de que el otorgamiento de las ESO, con un precio de ejercicio igual al precio de la acción, es similar a la emisión de acciones al precio prevaleciente en el mercado. Esto resulta en el no reconocimiento del costo, siempre y cuando el precio de ejercicio sea igual o mayor que el precio actual de la acción. La contabilidad sigue este método del valor intrínseco cuando se determina el ingreso contable.

Una de las fallas principales del método del valor intrínseco es que ignora dos tipos de costos –los costos que se originan incluso cuando el precio de ejercicio es igual al precio actual de la acción–. El primero es el *costo del interés*, que se origina porque la ESO se puede ejercer en una fecha futura al precio actual de la acción. El segundo es el *costo de la opción*, que es el costo de proporcionarle a un empleado la opción de comprar (o no comprar) las acciones de la compañía. El costo de la opción no se debe confundir con el valor intrínseco de la opción misma; el valor de una opción lo determinan varios factores que incluyen tanto el costo del interés como el costo de la opción. En el ejemplo 6B.2 se explican tanto el costo del interés como el costo de la opción.

EJEMPLO 6B.2

Una compañía con 100 acciones en circulación emite para su director ejecutivo 40 opciones de acciones que confieren la posesión 10 años después, con un precio de ejercicio igual al precio actual de la acción. Suponga que se espera que el valor de la compañía al final de los 10 años sea 38 000 o bien 2 000 dólares, con iguales probabilidades. Suponga también que el valor de la compañía no resulta afectado por ningún efecto de incentivo de las opciones. ¿Cuál es el costo de esas ESO para la compañía (los accionistas actuales) si el costo del capital es de 10% anual? Para ayudar a responder a esta pregunta, calcule primero el precio actual de las acciones de la compañía sin considerar las ESO, como sigue:

	Escenario 1	Escenario 2	Esperado
Probabilidad del evento	50%	50%	
Precio de la acción sin el ejercicio de la ESO (dentro de 10 años):			
Valor de la compañía	$2 000	$38 000	
Número de acciones	100	100	
Precio de la acción sin el ejercicio de la ESO*	$20.00	$380.00	$200.00†
Valor presente del precio de la acción			$ 77.11

*Calculado como (Valor de mercado de la compañía/Número de acciones).

†Calculado como (50% × 20 dólares) más (50% × 380 dólares).

Por consiguiente, el precio esperado de una acción de la compañía dentro de 10 años es de 200 dólares. Esto es igual al precio de una acción de 77.11 dólares el día de hoy (calculado como el valor presente de 200 dólares dentro de 10 años, descontado a 10% anual). Esto significa que el precio de ejercicio de las ESO se determina en 77.11 dólares. Ahora, considérese qué sucedería si las ESO se ejercieran conforme a ambos escenarios:

	Escenario 1	Escenario 2	Esperado
Precio de la acción si se ejercieran las ESO (dentro de 10 años):			
Valor de la compañía sin las ESO	$2 000	$38 000	
Ingreso de la emisión de las ESO*	$3 084	$ 3 084	
Valor de la compañía sin las ESO	$5 084	$41 084	
Número de acciones (100 + 40)	140	140	
Precio de la acción si se ejerce la ESO	$36.31	$293.46	$164.89
Valor presente del precio de la acción			$ 63.57

*Calculado como 77.11 dólares × 40 opciones de acciones.

El valor de la compañía dentro de 10 años aumenta en 3 084 dólares (40 acciones × 77.11 dólares) a causa de los ingresos provenientes del ejercicio de las ESO. Sin embargo, el precio de las acciones dentro de 10 años disminuye a 164.89 dólares, en comparación con 200 dólares por acción cuando no se ejercen las ESO. Esta disminución se debe a la compra de acciones por el director ejecutivo que en promedio valen 164.89 dólares por sólo 77.11 dólares cada una, lo que significa un descuento de 87.78 dólares por acción. La pérdida de la compañía (la de los accionistas actuales) es de 3 511 dólares, calculados como (200 dólares − 164.89 dólares) × 100 acciones. Esta pérdida equivale a la ganancia del director ejecutivo de 3 511 dólares, calculada como 87.78 dólares × 40 acciones. En términos del valor presente, la pérdida de la compañía es de 1 354 dólares, calculados como (77.11 dólares − 63.57 dólares) × 100 acciones. Éste es el *costo de interés* y se origina porque el CEO puede ejercer la opción dentro de 10 años al precio del día de hoy.

(*continúa*)

EJEMPLO 6B.2
(conclusión)

Los tenedores de las ESO disfrutan del potencial ascendente sin el riesgo descendente. Esto significa que conforme al Escenario 1, el director ejecutivo no ejercerá las ESO a 77.11 dólares cuando el precio de una acción tiene un valor de 36.31 dólares. Esta conducta implica lo siguiente:

	Escenario 1	Escenario 2	Esperado
Precio de la acción después de considerar la decisión de ejercerla:			
Precio de la acción sin el ejercicio de las ESO	$20.00	$380.00	
Precio de la acción si se ejercen las ESO	$36.31	$293.46	
Precio de ejercicio	$77.11	$ 77.11	
Decisión, ¿ejercer las ESO?	No	Sí	
Precio de la acción después de la decisión de ejercerla	$20.00	$293.46	$156.73
Valor presente del precio de la acción			$ 60.43

Puesto que el director ejecutivo tiene la opción de ejercer selectivamente el derecho de comprar acciones, el director ejecutivo puede disfrutar del potencial ascendente del Escenario 2 sin el riesgo descendente del Escenario 1. La pérdida para la compañía (los accionistas actuales) por proporcionarle esta opción al director ejecutivo es de 3.14 dólares por acción (63.57 dólares − 60.43 dólares), o un total de 314 dólares. Éste es el *costo de la opción* de las ESO. Conforme a eso, a continuación aparece el costo total para la compañía junto con la reconciliación de valor con y sin las ESO:

	Por acción	Total
Costo de interés	$13.54	$1 354
+ Costo de la opción	3.14	314
= Costo total de las ESO	16.68	1 668
+ Valor total con las ESO	60.43	6 043
= Valor sin las ESO	$77.11	$7 711

Obsérvese que aun cuando hay un costo implícito resultante de las ESO, no hay efectos directos del flujo de efectivo. Sin embargo, hay efectos indirectos del flujo de efectivo, debido a que muchas compañías recompran acciones para compensar la dilución de las ESO. De forma indirecta, lo anterior quiere decir que las ESO tienen efectos del flujo de efectivo. El ejemplo 6B.3 esclarece algunas EPS básicas y diluidas.

EJEMPLO 6B.3

La utilidad neta de una compañía es de 100 000 dólares, en tanto que sus acciones promedio ponderadas en circulación son 10 000. Durante el año, la compañía emite 2 000 ESO a un precio de ejercicio de 20 dólares. Las EPS básicas y diluidas se calculan a continuación conforme a dos escenarios separados: 1) el precio promedio de la acción durante el año es de 40 dólares, y 2) el precio promedio de la acción durante el año es de 10 dólares.

	Escenario 1	Escenario 2
Número de ESO en circulación	2 000 acciones	2 000 acciones
Precio de ejercicio	$20	$20
Ingresos de la emisión de las ESO	$40 000	$40 000
Precio promedio de la acción	$40	$10
Acciones de tesorería que se pueden comprar	1 000 acciones	4 000 acciones
Número de ESO menos acciones de tesorería *(a)*	1 000 acciones	(2 000) acciones
Número promedio de acciones en circulación *(b)*	10 000 acciones	10 000 acciones
Número de acciones diluidas *(c)* = *(a* + *b)*	11 000 acciones	8 000 acciones

	Escenario 1	Escenario 2
Utilidad neta *(d)*	$100 000	$100 000
Calcular *(d)/(c)*	$9.09	$12.50
EPS básicas ($100 000/10 000 acciones)	**$10.00**	**$10.00**
¿Sujetas, o no sujetas a dilución?	Sujetas a dilución	No sujetas a dilución
EPS diluidas	**$9.09**	**$10.00**

RESPUESTAS DE ORIENTACIÓN PARA LOS PUNTOS DE VISTA DEL ANÁLISIS

PROVEEDOR
La evaluación que hace usted del crédito de Chicago Construction probablemente es positiva. Aun cuando la pérdida extraordinaria de la compañía es real, no es recurrente. Esto implica que el incremento de 23% en la utilidad neta es más representativo de las actividades comerciales en marcha de Chicago Construction que la disminución de 12% después de la pérdida extraordinaria. Por otra parte, usted debe determinar el grado en que la pérdida por el incendio es extraordinaria. Para ser precisos, esta pérdida podría ser más de lo que implica el término extraordinaria, o podría indicar una nueva exposición al riesgo para Chicago Construction. No obstante, basándose en la información proporcionada, los términos del crédito deben ser al menos tan buenos y tal vez mejores en el próximo año.

BANQUERO
Probablemente el reconocimiento de los ingresos de Playground Equipment durante la producción es demasiado liberal. El reconocimiento del ingreso durante la producción sólo es aceptable cuando los ingresos y los gastos totales se estiman con una certidumbre razonable *y* cuando la realización (pago) es razonablemente segura. En el caso de la mayoría de las compañías, no se satisfacen estas condiciones. A menos que se tenga la seguridad absoluta de que el proceso de ganancias de Playground Equipment cumple estas condiciones tan estrictas, se debe requerir una actualización (o unos estados financieros alternativos) utilizando el punto de venta como la base para el reconocimiento del ingreso. Si Playground Equipment tiene considerables riesgos o costos de cobranza, se podría requerir una actualización utilizando el reconocimiento del ingreso cuando se recibe el efectivo. Cuanto más conservadores sean los estados financieros utilizados en el análisis, tanto menos arriesgado debe ser el contrato de préstamo con Playground Equipment. El principal riesgo al que se está expuesto al incurrir en el préstamo es el de la falta de pago, o el incumplimiento. Los riesgos adicionales incluyen cambios en la tasa de interés, potencial de renegociación, pagos demorados, cambios en la industria y empleo/promoción personales.

ANALISTA
Todas las compañías desean minimizar los gastos. Cuando la utilidad neta se incrementa debido a una disminución en los gastos, por lo general esto es una buena noticia. Sin embargo, el análisis debe examinar la fuente de disminución del gasto *y* evaluar sus ramificaciones potenciales. En el caso de California Technology, el análisis revela una situación poco menos que conveniente. Puesto que todos los gastos de investigación y desarrollo se desembolsan según se incurre en ellos, se sabe que cada disminución de un dólar en gastos de investigación y desarrollo incrementa la utilidad neta por la suma de un dólar. Pero como las actividades de investigación y desarrollo son la esencia de una corporación de alta tecnología, el análisis de California Technology es inquietante. A menos que los costos de investigación y desarrollo hayan bajado en la industria en general (lo que es improbable), la disminución de California Technology en gastos de investigación y desarrollo sugiere un futuro algo menos que optimista. Aun cuando el ingreso a corto plazo aumenta debido a las disminuciones en gastos de investigación y desarrollo, es probable que el ingreso resulte afectado a largo plazo.

[Los superíndices A y B señalan tareas basadas en el apéndice 6A y el apéndice 6B, respectivamente].

PREGUNTAS

6-1. Explique por qué un analista le concede gran importancia a la evaluación del estado de resultados.

6-2. Defina el ingreso. Distinga al ingreso del flujo de efectivo.

6-3. ¿Cuáles son los dos conceptos económicos básicos del ingreso? ¿Qué implicaciones tienen en el análisis?

6-4. El valor de las medidas del ingreso económico cambia, en tanto que el ingreso permanente es proporcional al valor mismo. Explique esta aseveración.

6-5. Explique en qué forma miden el ingreso los contadores.

6-6. El ingreso contable tiene elementos tanto del ingreso permanente como del ingreso económico. Explique esta declaración.

6-7. Distinga entre los componentes permanentes y transitorios del ingreso. Cite un ejemplo de cada uno y examine la forma en que cada componente afecta el análisis.

6-8. Defina y cite un ejemplo de un componente del ingreso que no sea pertinente para el valor.

6-9. Distinga entre utilidad neta, ingreso integral e ingreso continuo. Cite ejemplos de las partidas que crean diferencias entre estas tres medidas del ingreso.

6-10. Aun cuando el ingreso integral es la cifra básica del ingreso, muy rara vez se registra en el estado de resultados. ¿Dónde encuentra usted por lo común los detalles concernientes al ingreso integral?

6-11. Los analistas a menudo se refieren al ingreso principal de una compañía. ¿Qué significa el término *ingreso principal*?

6-12. Distinga entre ingreso de operación e ingreso ajeno a la operación. Cite ejemplos de partidas que se incluyen comúnmente en cada categoría.

6-13. De operación comparado con ajeno a la operación y recurrente comparado con no recurrente son dos dimensiones diferentes de la clasificación del ingreso. Explique esta declaración y diga si está de acuerdo o no con ella.

6-14. ¿Cómo define la contabilidad una partida *extraordinaria*? Cite tres ejemplos de una de esas partidas. ¿Cuáles son las implicaciones en el análisis de una partida así?

6-15. Describa el trato contable para las operaciones discontinuas. ¿Cómo debe tratar un analista las operaciones discontinuas?

6-16. ¿Qué condiciones son necesarias para que una partida califique como un ajuste al periodo previo?

6-17. Identifique algunas fuentes contables de la distorsión del ingreso.

6-18. Para cada una de las tres partidas, 1) depreciación, 2) inventario y 3) ventas a plazos, explique:

a) Dos métodos contables aceptables para propósitos de registro.

b) La forma en que cada uno de los dos métodos contables aceptables identificados afecta el ingreso del periodo actual.

(Adaptado de CFA)

6-19. La práctica contable distingue entre diferentes tipos de cambios contables. Identifique tres tipos diferentes de cambios contables.

6-20. Explique qué son las partidas especiales. Proporcione tres ejemplos de partidas especiales.

6-21. ¿En qué forma utilizan las compañías los cargos especiales para influir en la percepción de los accionistas en lo concerniente al valor de la compañía?

6-22. ¿Cómo debe tratar un analista las partidas especiales?

6-23. Describa las condiciones que por lo común se requieren antes de que el ingreso se considere realizado.

6-24. Identifique las condiciones que por lo común se requieren antes de que una venta con derecho de devolución se reconozca como una venta y la partida por cobrar resultante se reconozca como un activo.

6-25. La capacidad de estimar los futuros rendimientos (cuando existe el derecho de devolución) es una consideración importante en el reconocimiento del ingreso. Identifique los factores que menoscaban la capacidad de predecir los futuros rendimientos.

6-26. Explique la forma en que la práctica contable define un arreglo de financiamiento del producto.

6-27. Distinga entre los dos métodos principales utilizados para contabilizar el ingreso conforme a contratos a largo plazo.

6-28. Describa los aspectos del reconocimiento del ingreso a los que un analista debe estar especialmente alerta.

6-29. Examine los estándares contables que gobiernan los costos de investigación y desarrollo. ¿Cuáles son los requerimientos de divulgación?

6-30. ¿Qué información necesita el análisis en lo concerniente a desembolsos para investigación y desarrollo, en particular en vista de los limitados requerimientos de divulgación en la práctica?

6-31. ¿A qué aspectos de la valuación y la amortización del crédito comercial deben estar alerta los analistas?

6-32. Trace la distinción entre el cálculo de los costos totales de interés de una emisión de bonos y el de los *warrants* anexos a una emisión de deuda convertible.

6-33. *a*) ¿Cuál es la principal provisión de la contabilidad para la capitalización del interés y cuáles son los objetivos de dicha provisión?

b) ¿Cómo se va a calcular el interés y cómo se va a establecer la tasa de interés?

c) ¿Qué restricciones se imponen en la práctica a la capitalización y cuándo se inicia el periodo de capitalización?

6-34[B]. Distinga entre el valor intrínseco y el valor justo de una opción.

6-35[B]. Enumere y examine los factores que afectan el valor justo de una opción.

6-36. Describa el cálculo del gasto de compensación relacionado con las opciones de acciones para empleados. ¿Es necesario que una compañía cargue a ingreso el gasto de compensación relacionado con las opciones?

6-37. La utilidad neta calculada sobre la base del registro financiero a menudo difiere del ingreso gravable debido a las diferencias permanentes. ¿Qué son las diferencias permanentes y cómo se originan?

6-38. ¿Qué factores hacen que la tasa de impuestos efectiva difiera de la tasa estatutaria?

6-39. ¿Cuáles son los principales requerimientos de la contabilidad para los impuestos sobre las utilidades?

6-40. Mencione cuatro casos generales que originan diferencias temporales entre el registro financiero y el registro de impuestos.

6-41. ¿Cuáles son los requerimientos de divulgación cuando se contabilizan los impuestos sobre las utilidades?

6-42. Identifique y explique por lo menos una falla a la que están sujetos los procedimientos de asignación de impuestos.

6-43[A]. ¿Por qué es necesaria para el análisis una comprensión a fondo de los principios que regulan el cálculo de las EPS?

6-44[A]. Examine las utilizaciones de las EPS y las razones u objetivos del método actual de registrar las EPS.

6-45[A]. ¿Cuál es el propósito fundamental del registro de las EPS diluidas?

6-46[A]. ¿En qué forma el pago de dividendos sobre las acciones preferentes afecta el cálculo de las EPS?

6-47[A]. Las EPS afectan el precio de las acciones de una compañía. ¿Los precios de las acciones de una compañía afectan las EPS?

6-48[A]. La contabilidad para las ganancias por acción presenta algunos puntos débiles que el análisis debe considerar para la interpretación de los datos de las EPS. Identifique y examine por lo menos dos puntos débiles.

6-49[A]. Al estimar el valor de las acciones comunes, la cantidad de EPS se considera como un elemento importante.

a) Explique por qué las EPS son importantes en la valuación de las acciones comunes.

b) ¿Las EPS son igualmente importantes en la valuación de acciones preferentes? ¿Por qué si, o por qué no?

(Adaptado de CFA)

EJERCICIOS

EJERCICIO 6-1
Análisis de operaciones discontinuas

Muchas compañías registran las operaciones discontinuas en los estados de resultados y los balances generales.

Se requiere:

a) ¿Cuál es su mejor estimado de la entrada resumida en el diario registrando la disposición de operaciones discontinuas?

b) ¿Qué se incluye en las partidas de ingreso (gasto) con respecto a las operaciones discontinuas como se registran en el estado de resultados?

c) Discuta la importancia de las operaciones discontinuas cuando se analizan los estados financieros de una compañía.

d) ¿Cuál es la razón fundamental de registrar por separado los resultados de las operaciones discontinuas?

EJERCICIO 6-2
Análisis de reservas contables

La siguiente cita se tomó de un artículo (escrito por L. Bernstein) que hace un escrutinio de la utilización de reservas para reconocer futuros costos y pérdidas.

> La creciente utilización de reservas para futuros costos y pérdidas afecta la importancia del ingreso registrado periódicamente y el analista de estados financieros la debe considerar con escepticismo. Esto es cierto en particular cuando las reservas se establecen en años de grandes pérdidas, cuando se establecen en una cantidad arbitraria diseñada para compensar una ganancia extraordinaria, o cuando en otras circunstancias tienen como propósito principal la liberación del futuro ingreso o de los gastos que es posible cargar en forma correcta a éste. La justificación básica en la contabilidad para el reconocimiento de futuras pérdidas se deriva de la doctrina del conservadurismo que, según un uso popular, significa que uno no debe anticipar ganancias, sino aceptar todas las pérdidas que uno pueda ver claramente como ya incurridas.

Se requiere:

a) Discuta los méritos de los argumentos y percepciones de Bernstein concernientes a las reservas.

b) Explique de qué manera esta perspectiva se puede descomponer en un análisis de tendencias pasadas de ganancias, estimados de futuras ganancias y la valuación de acciones comunes.

c) Cite ejemplos de dichas reservas —se puede hacer uso de las que se mencionan en este capítulo—.

(Adaptado de CFA)

EJERCICIO 6-3
Interpretación de las divulgaciones de los cambios contables

Hay varios tipos de cambios contables que requieren diferentes tipos de tratamiento de registro. La comprensión de los diferentes cambios es importante para el análisis de los estados financieros.

Se requiere:

a) ¿En qué categoría de cambios contables se clasifica el cambio del método de depreciación de suma de los dígitos del año al método en línea recta para activos previamente registrados? ¿En qué circunstancias ocurre este tipo de cambio contable?

b) ¿En qué categoría de cambios contables se clasifica el cambio en la vida de servicio esperada de un activo (debido a una nueva información)? ¿En qué circunstancias ocurre este tipo de cambio contable?

c) En lo que concierne a los cambios en el principio contable:

1) ¿Cómo calcula una compañía el efecto de dichos cambios?

2) ¿Cómo manifiesta una compañía el efecto de esos cambios?

Nota: No mencione los requerimientos de las ganancias por acción.

d) ¿Por qué los principios contables, una vez adoptados, normalmente se aplican en forma constante a lo largo del tiempo?

e) ¿Cuál es la razón fundamental para la divulgación de un cambio de un principio contable a otro?

f) Discuta la forma en la cual su análisis de cambios contables obligatorios podría diferir del de los cambios contables voluntarios.

g) Discuta la forma en la cual las compañías podrían predeterminar el momento para la adopción de los cambios contables obligatorios en su propio beneficio.

h) Discuta en qué forma la adopción de los cambios contables obligatorios puede crear una oportunidad para establecer una reserva oculta. Cite ejemplos.

(Adaptado de AICPA)

EJERCICIO 6-4
Cálculo del ingreso integral

Harvatin Group declaró una utilidad neta por un total de 1 000 000 de dólares para el año 2006. La siguiente es la información adicional obtenida de los informes financieros de Harvatin Group:

- La compañía compró 100 000 acciones de Micron Specialists a 10 dólares por acción durante el cuarto trimestre de 2006. La inversión se contabilizó como "disponibles para su venta". El valor de las acciones es de 9 dólares a finales de 2006.
- La compañía compró 10 000 acciones de Sunswept Properties a 20 dólares por acción durante el cuarto trimestre de 2006. La inversión se contabilizó como valores "comerciables". El valor de las acciones es de 22 dólares a finales de 2006.
- La compañía inició sus operaciones en la región europea del Báltico durante el año y registra una ganancia de conversión de divisas a finales de 2006, por un total de 50 000 dólares.
- El rendimiento real sobre los activos en su fondo de pensión es de un total de 150 000 dólares. El rendimiento esperado era de 110 000 dólares.
- La compañía tiene un considerable costo previo al servicio relacionado con su plan de pensión para empleados. Como resultado, la compañía tuvo que registrar una obligación de pensión mínima adicional durante el año, por un total de 25 000 dólares.
- La compañía registró pérdidas por posesión no percibidas sobre instrumentos derivados, por un total de 12 000 dólares.

Se requiere:

a) Calcule el ingreso integral para Harvatin Group.

b) Para cada partida en el ingreso integral, discuta las cuentas del balance afectadas por la partida.

EJERCICIO 6-5
Análisis del reconocimiento del ingreso y de la determinación del momento

El ingreso por lo común se reconoce en el punto de venta. En qué circunstancias especiales se utilizan fechas distintas de la del punto de venta para determinar el momento del reconocimiento del ingreso.

Se requiere:

a) ¿Por qué se utiliza habitualmente el punto de venta como la base para determinar el momento del reconocimiento del ingreso?

b) Ignorando las circunstancias especiales cuando se utilizan bases distintas del punto de venta, discuta los méritos de las dos objeciones siguientes al reconocimiento del ingreso en el punto de venta:

1) Es demasiado conservador porque el ingreso se gana a todo lo largo del proceso de producción.

2) Es demasiado liberal porque las cuentas por cobrar no representan fondos disponibles, es posible que ocurran devoluciones de las ventas y asignaciones, y es probable que se incurra en gastos de cobranza de deudas incobrables más adelante en el periodo.

c) El ingreso se puede reconocer 1) durante la producción y 2) cuando se recibe el efectivo. Con respecto a cada una de estas dos bases de la determinación del momento para el reconocimiento del ingreso, proporcione un ejemplo de las circunstancias en las cuales se utiliza en la forma apropiada y discuta los méritos contables de su utilización en vez de la base de las ventas.

(Adaptado de AICPA)

EJERCICIO 6-6
Análisis de las cifras del porcentaje de terminación

Michael Company contabiliza un contrato de construcción a largo plazo utilizando el método del porcentaje de terminación. Se trata de un contrato a cuatro años, en la actualidad en el segundo año. Los estimados recientes de los costos totales del contrato indican que el contrato se terminará con una utilidad para Michael Company.

Se requiere:

a) ¿Qué justificación teórica hay para que Michael Company utilice el método de porcentaje de terminación?

b) ¿Cómo se contabilizan las facturas del progreso? Incluya en su discusión la clasificación de las facturas del progreso en los estados financieros de Michael Company.

c) ¿Cómo se calcula el ingreso en el segundo año del contrato a cuatro años, utilizando el método de costo de determinar el porcentaje de terminación?

d) ¿Cuál es el efecto sobre las ganancias en el segundo año del contrato a cuatro años cuando se utiliza el método de porcentaje de terminación en vez del método de terminación del contrato? Explique.

(Adaptado de AICPA)

EJERCICIO 6-7
Interpretación del reconocimiento del ingreso para arrendamientos (efectos en libros y en impuestos)

Crime Control contabiliza una parte considerable de sus ventas de sistemas de alarma conforme al método de arrendamiento tipo venta (capitalizado). Conforme a este método, la compañía calcula el valor presente de los recibos totales que espera obtener (durante periodos tan largos como de ocho años) de un arrendamiento y registra esta cantidad del valor presente como ventas en el primer año del arrendamiento. La justificación para esta contabilidad es que el arrendamiento a ocho años se extiende a más de 75% de la vida útil de 10 años del equipo. Aun cuando el método de arrendamiento tipo venta se utiliza para el registro financiero, con propósitos de impuestos la compañía registra los ingresos sólo cuando se reciben. Puesto que los gastos del primer año de un arrendamiento son particularmente grandes, la compañía registra considerables pérdidas de impuestos sobre esos arrendamientos.

Se requiere:

a) Los críticos afirman que el método de arrendamiento tipo venta es “una carga directa” para el ingreso y que las ganancias registradas tal vez no se reciban en efectivo durante varios años. Comente acerca de esta crítica.

b) ¿El ingreso del registro financiero mejorará debido al beneficio de impuestos de la compañía?

c) La compañía insiste en que puede lograr resultados de las ganancias similares a los logrados mediante el método de arrendamiento tipo venta si vende las partidas por cobrar del arrendamiento a terceras partes arrendadoras, o a instituciones financieras. Comente acerca de esta aseveración.

(Adaptado de AICPA)

EJERCICIO 6-8
Reconocimiento de ingresos en compañías que operan por Internet

Lookhere.Com y StopIn.Com celebran un convenio recíproco mediante el cual: 1) se otorga a StopIn.Com un valioso espacio publicitario en la página principal de Lookhere.Com y 2) se otorga a Lookhere.Com un valioso espacio publicitario en la página principal de StopIn.Com. La principal fuente de ingresos tanto de StopIn.Com como de Lookhere.Com son las ventas de publicidad en sus respectivos sitios en la Red. Las dos compañías reconocen el ingreso publicitario recibido de la otra compañía y reconocen el gasto publicitario pagado a la otra compañía. Los reguladores contables expresan su apoyo respecto al trato contable aplicado por estas compañías.

Se requiere:

a) ¿Piensa usted que se debe permitir que estas compañías reconozcan el ingreso en combinación con los convenios publicitarios descritos?

b) ¿Por qué piensa usted que estas compañías desean registrar el ingreso junto con su gasto de compensación para esas operaciones?

c) ¿Cómo evaluaría usted esas operaciones en un análisis de estas compañías?

EJERCICIO 6-9
Desembolso comparado con capitalización de los costos

Un analista debe estar familiarizado con los conceptos implicados en la determinación del ingreso. La cantidad de ingreso registrado de una compañía depende del reconocimiento de ingresos y gastos para un periodo determinado. En ciertos casos, los costos se reconocen como gastos en el momento de la venta del producto; en otras situaciones, se aplican pautas en la capitalización de los costos y se reconocen como gastos en periodos futuros.

Se requiere:

a) Explique la razón fundamental para el reconocimiento de los costos como gastos en el momento de la venta del producto.

b) ¿Cuál es la razón fundamental que sustenta lo apropiado de tratar los costos como gastos de un periodo, en vez de asignar los costos a un activo? Explique.

c) ¿En qué circunstancias es apropiado tratar un costo como un activo y no como un gasto? Explique.

d) Algunos gastos se asignan a periodos contables específicos sobre la base de una asignación sistemática y racional del costo del activo. Explique la razón fundamental implícita para reconocer los gastos sobre esta base.

e) Identifique las condiciones necesarias para tratar un costo como una pérdida.

(Adaptado de AICPA)

EJERCICIO 6-10
Análisis de los costos de investigación y desarrollo

A continuación aparecen los costos de investigación y desarrollo de Frontier Biotech para los años 2002 a 2006 (en millones de dólares):

2002	2003	2004	2005	2006
$5.1	$5.9	$6.0	$6.2	$3.3

Se requiere:

a) Comente acerca de la manera en que los costos de investigación y desarrollo influyen en la utilidad neta tanto en el año actual como en los años futuros.

b) ¿Cómo evaluaría usted el gasto reducido de investigación y desarrollo en el año 2006?

EJERCICIO 6-11
Análisis de las revelaciones de las opciones sobre acciones para empleados

Un documento en auscultación *exposure draft* actual requiere que las compañías reconozcan el valor justo de las opciones de acciones para empleados como un gasto de operación. Se utilizan modelos de determinación de precios de las opciones para estimar el valor justo de las opciones. Conforme a los principios de contabilidad generalmente aceptados actuales, las compañías tienen la elección de proporcionar una divulgación en una nota al pie de página de los efectos pro forma sobre la utilidad neta de los costos de opciones de acciones para empleados.

Se requiere:

a) Discuta si un analista debería mostrar una preferencia por registrar los costos de las ESO en el texto del estado de resultados, o por divulgar el efecto pro forma de las ESO en las notas al pie de página.

b) Si usted está analizando un informe anual que divulga los efectos de las ESO sobre la utilidad neta en las notas al pie de página, describa cómo puede utilizar las divulgaciones pro forma para darle una nueva forma a su análisis en lo que concierne al efecto de las opciones de acciones para empleados.

c) Identifique por lo menos cuatro razones en su análisis financiero afectadas por el reconocimiento, o el no reconocimiento (notas al pie de página) del costo de las ESO.

EJERCICIO 6-12
Interpretación de las opciones de acciones para empleados

El 1 de agosto de 2003, el consejo de administración de Incent.Com aprobó un plan de opciones de acciones para sus administradores de nivel medio y los profesionales del diseño de software (100 empleados). El plan le otorga 1 000 acciones de las acciones comunes, con un valor nominal de 5 dólares, a cada empleado. La fecha de otorgamiento es el 1 de enero de 2004. El precio de la opción (ejercicio) de las acciones es el precio inicial de las acciones el 1 de enero de 2004 (20 dólares). Las opciones no son transferibles y se pueden ejercer después del 31 de diciembre de 2008. Las opciones expiran cuando el empleado sale de la compañía, o el 31 de diciembre de 2015, lo que ocurra primero. La administración estima que las pérdidas de derecho anuales serán de 4% y que la vida esperada de las opciones es de seis años. El valor justo de las opciones, basado en el modelo de determinación de precios de opciones de Black Scholes es de 8 dólares por opción. En la primera fecha de ejercicio, se ejercen 50 000 opciones cuando el precio de las acciones es de 60 dólares por acción.

Se requiere:

a) ¿Este plan de opción de acciones es compensación, o de no compensación? Explique.

b) ¿Por qué Incent.Com les ofrecería un plan así a sus empleados?

c) ¿Cuál es la fecha de otorgamiento, la fecha de adquisición de derechos y la fecha de ejercicio para este plan de ESO?

d) ¿Las opciones de acciones son "en el dinero" en la fecha de otorgamiento? Explique.

e) ¿Cuándo se debe medir el costo total de compensación? Explique.

f) ¿Cuánto costo de compensación se debe reconocer en total en relación con este plan de opción de acciones?

g) ¿En qué periodos se debe asignar el costo de compensación total como un gasto de compensación?

h) Explique en qué forma este plan de ESO transfiere la riqueza de los accionistas a los empleados.

EJERCICIO 6-13
Revelaciones de información y opciones sobre acciones para empleados

Algunas investigaciones señalan que es probable que el precio de las acciones baje en los días próximos a la determinación del precio de ejercicio de las opciones sobre acciones para empleados. Se dice que las disminuciones en el precio son el resultado de comunicados de prensa selectivos emitidos por los administradores. De manera específica, se asegura que los administradores demoran la divulgación de las buenas noticias hasta después de la fecha de otorgamiento de las ESO y que, en vez de ello, divulgan selectivamente malas noticias antes de la fecha en que se determina el precio de ejercicio de las opciones para acciones.

Se requiere:

a) ¿Por qué cree usted que los administradores están dispuestos a anunciar las malas noticias, pero no las buenas, antes de la fecha de otorgamiento de las opciones de acciones?

b) ¿Cómo podría usted ajustar su reacción a los anuncios de noticias (o a la falta de ellos) alrededor de la fecha en la cual se determinan los precios de ejercicio de las opciones sobre acciones para empleados?

EJERCICIO 6-14
Interpretación de impuestos sobre las utilidades diferidas

Primrose Co. utiliza el método diferido para la asignación de impuestos entre periodos. Primrose manifiesta un gasto de depreciación para las compras de maquinaria del año actual utilizando el sistema acelerado de recuperación de costos modificado (MACRS, siglas de Modified accelerated cost recovery system) para propósitos de impuestos y la base en línea recta para el registro financiero. La deducción de impuestos es la cantidad mayor este año. Primrose también recibió ingresos de renta anticipados este año. Incluyó esos ingresos en el ingreso gravable de este año. En cuanto al registro financiero, los ingresos de renta se registran como ingresos no ganados, un pasivo en circulación.

Se requiere:

a) ¿Cuál es la base teórica de los impuestos sobre las utilidades diferidos?
b) ¿En qué forma Primrose determina y contabiliza el efecto del impuesto sobre las utilidades tanto para la depreciación como para las utilidades? Explique.
c) ¿Cómo clasifica Primrose el efecto del impuesto sobre las utilidades en su balance y en su declaración de ingresos? Explique.

EJERCICIO 6-15
Motivos para la administración de las utilidades

En ocasiones las compañías emplean técnicas de administración de las ganancias para incrementar las ganancias registradas por acción en cantidades tan pequeñas como 0.01 de dólar.

Se requiere:

Explique por qué un cambio de 0.01 de dólar en las ganancias registradas por acción sería insignificante para algunas compañías, pero importante para otras. Mencione en su respuesta por lo menos dos objetivos de las ganancias hacia cuya consecución una compañía podría estar administrando las ganancias por acción.

EJERCICIO 6-16[A]
Análisis de las ganancias por acción

Es obligación de las compañías que cotizan en bolsas de valores asentar los datos de las ganancias por acción en el texto del estado de resultados.

Se requiere:

Establezca las diferencias y compare las ganancias básicas por acción con las ganancias diluidas por acción con respecto a cada uno de los siguientes incisos:

a) El efecto de las opciones de compra sujetas a dilución y los *warrants* sobre el número de acciones utilizadas en el cálculo de las ganancias por acción.
b) El efecto de los valores convertibles sujetos a dilución sobre el número de acciones utilizadas en el cálculo de las ganancias por acción.
c) El efecto de los valores no sujetos a dilución en el cálculo de las ganancias por acción.

(Adaptado de CFA)

EJERCICIO 6-17[A]
Interpretación de las utilidades por acción

La contabilidad requiere la presentación de los datos de las ganancias por acción conjuntamente con el estado de resultados.

Se requiere:

a) Explique el significado de ganancias básicas por acción.
b) Explique en qué difieren las ganancias diluidas por acción de las ganancias básicas por acción.

(Adaptado de CFA)

EJERCICIO 6-18[A]
Cálculos de las ganancias por acción (elección múltiple)

Champion tenía dos millones de acciones en circulación al 31 de diciembre del año 7, el final de su ejercicio fiscal. El 31 de marzo del año 8, Champion pagó un dividendo de acciones de 10%. El 30 de junio del año 8, Champion vende 10 millones de dólares de obligaciones quirografarias convertibles a 5%, convertibles en acciones comunes a 5 dólares la acción. La tasa de calificación AA del bono en la fecha de emisión es de 10%.

1. Las ganancias básicas por acción para el año 8 se calculan sobre el siguiente número de acciones:
   a) 2 050 000 *c*) 3 200 000
   b) 2 150 000 *d*) 4 200 000
2. Suponga que Champion también tiene *warrants* en circulación para comprar un millón de acciones a 5 dólares por acción. El precio de las acciones comunes de Champion es de 8 dólares por acción al 31 de diciembre del año 8, y el precio promedio de una acción para el año 8 es de 4 dólares. Para calcular las ganancias básicas por acción, ¿cuántas acciones *adicionales* más se debe suponer que están en circulación a causa de los *warrants*?
   a) Cero *c*) 625 000
   b) 375 000 *d*) 1 000 000
3. Dados los mismos hechos que en 2), ¿cuántas acciones *adicionales* se debe suponer que están en circulación a causa de los *warrants* cuando se calculan las ganancias diluidas por acción?
   a) Cero *b*) 625 000
   c) 375 000 *d*) 1 000 000

(Adaptado de CFA)

COMPROBACIÓN
1) *b*)

PROBLEMAS

PROBLEMA 6-1
Revelación de operaciones discontinuas

A continuación se reproducen los estados de resultados *no auditados* de Disposo Corporation.

	Año 8	Año 7
Ventas	$1 100	$900
Costos y gastos	990	860
Pérdida sobre la disposición de activos	10	—
Ingreso antes de impuestos	100	40
Gasto de impuestos	50	20
Utilidad neta	$ 50	$ 20

Nota: El 15 de agosto del año 8, la compañía decidió discontinuar su división de metales. El negocio se vendió el 31 de diciembre del año 8 al valor en libros, con excepción de un edificio de la fábrica con un valor en libros de 25 dólares que se vendió en 15 dólares. Las operaciones de la división de metales fueron:

	Ventas	Ingreso (pérdida)
Año 7	$300	$8
1 de enero a 15 de agosto, año 8	250	(3)
16 de agosto a 31 de diciembre, año 8	75	(1)

Se requiere:

Corrija los estados de resultados del año 7 y del año 8 para que reflejen el registro apropiado de las operaciones discontinuas.

COMPROBACIÓN
Ingreso continuo del año 8, 59 dólares

PROBLEMA 6-2
Reconocimiento de ingresos (elección múltiple)

1. En la preparación de sus entradas de ajustes del año 9, The Singapore Company se olvidó de ajustar los honorarios de renta recibidos por anticipado por la cantidad de los honorarios de renta ganados durante el año 9. ¿Cuál es el efecto de este error?

   a) La utilidad neta está subestimada, las ganancias retenidas están subestimadas y los pasivos están sobrestimados.

   b) La utilidad neta está sobrestimada, las ganancias retenidas están sobrestimadas y los pasivos no están afectados.

   c) La utilidad neta, las ganancias retenidas y los pasivos están todos subestimados.

2. Sutton Construction Company celebró un contrato a principios del año 8 para construir un túnel para la ciudad, a un precio de 11 millones de dólares. La compañía estimó el costo total del proyecto en 10 millones de dólares y tres años para su terminación. Los costos reales en los cuales incurrió (sobre el presupuesto) y las facturas a la ciudad son como sigue:

	Costo incurrido	Facturas a la ciudad
Año 8	2 500 000 dólares	2 000 000 dólares
Año 9	4 000 000	3 500 000
Año 10	3 500 000	5 500 000

   Utilizando el método de porcentaje de terminación para el reconocimiento del ingreso, ¿qué registra Sutton Construction como ingresos y utilidades para el año 9?

	Ingresos	Utilidad		Ingresos	Utilidad
a)	$4 000 000	$300 000	*c*)	$3 850 000	$350 000
b)	$4 400 000	$400 000	*d*)	$3 500 000	$500 000

COMPROBACIÓN
2) *b*)

3. Utilizando el método contable de porcentaje de terminación para proyectos a largo plazo, una compañía puede incrementar las ganancias registradas:

   a) Acelerando el reconocimiento de los gastos del proyecto.

   b) Demorando el reconocimiento de los gastos del proyecto.

   c) Cambiando a una contabilidad de contrato terminado.

   d) Sobrestimando el costo total del proyecto.

4. El ingreso se puede reconocer en el momento de:

   a) La producción

   b) La venta

   c) La cobranza

   d) Todo lo anterior

5. En octubre, una compañía envió un producto nuevo a los minoristas. ¿Cuál de las siguientes condiciones prohibiría el reconocimiento inmediato del ingreso?

   a) Los términos de la venta requieren que la compañía proporcione a los vendedores materiales de promoción completos antes del 1 de diciembre.

   b) Los minoristas no están obligados a pagar el precio de la compra sino hasta febrero, después de cobrar las ventas efectuadas en las festividades.

   c) Sobre la base del desempeño pasado, los estimados confiables son que hay una devolución de 20% del producto.

   d) La compañía no puede hacer cumplir contratos concernientes al descuento de las ventas al menudeo del producto.

6. En la contabilidad para contratos a largo plazo, ¿en qué difiere el método del porcentaje de terminación para el reconocimiento de ingresos del método de contrato terminado? (Elija una respuesta en los incisos *a*), *b*), *c*) o *d*), que aparecen a continuación.)

   i) El valor presente de los pagos de impuesto sobre las utilidades se minimiza.

   ii) El ingreso para cada periodo refleja más de cerca el resultado de la actividad de construcción durante el periodo.

   iii) El estado actual de los contratos no terminados se registra con mayor precisión.

   iv) El método del porcentaje de terminación depende menos de los estimados tanto para el grado de terminación como para el grado de los costos futuros en los cuales se incurrirá.

   a) *i*) y *ii*)

   b) *i*) y *iii*)

   c) *ii*) y *iii*)

   d) *ii*) y *iv*)

7. R. Lott Corporation, que inició sus negocios el 1 de enero del año 7, utiliza el método contable de ventas a plazos. Los siguientes datos están disponibles para el 31 de diciembre del año 7 y el año 8:

	Año 7	Año 8
Saldo de la utilidad bruta diferida en la cuenta de ventas		
Año 7	$300 000	$120 000
Año 8	—	$440 000
Utilidad bruta sobre las ventas	30%	40%

El saldo de cuentas por cobrar a plazos al 31 de diciembre del año 8 es:

a) 1 000 000 dólares
b) 1 100 000 dólares
c) 1 400 000 dólares
d) 1 500 000 dólares

(Adaptado de CFA)

COMPROBACIÓN
7) *d*)

PROBLEMA 6-3
Reconocimiento de ingresos y conducta fraudulenta

Cendant

Cendant se constituyó el 18 de diciembre de 1997 por medio de la fusión de CUC International y HFS Inc. La compañía posee los derechos a las franquicias y marcas, que incluyen Avis, Century 21 Real Estate, Coldwell Banker, Days Inn, Howard Johnson y Ramada. La entidad consolidada tuvo un mal inicio cuando se reveló que los ejecutivos de CUC International había estado cometiendo un fraude contable "difundido y sistémico" con el propósito de engañar a los inversionistas. Cuando la compañía anunció que había descubierto "irregularidades contables potenciales", las acciones bajaron de 36 a 19 dólares por acción. A la larga, las acciones bajaron a un nivel tan bajo como 6 dólares por acción, mientras la compañía se esforzaba en convencer a los inversionistas acerca de la integridad de la administración. Según la propia investigación de la compañía, los ejecutivos de CUC habían inflado las ganancias en más de 650 millones de dólares a lo largo de un periodo de tres años utilizando varias tácticas, entre otras: 1) no registrar en forma oportuna las compras con tarjeta de crédito y las cancelaciones de membresías, 2) capitalización y amortización inapropiadas de los gastos relacionados con atraer a nuevos miembros, y 3) registro de ventas ficticias.

Se requiere:

a) Para cada una de las tres tácticas fraudulentas empleadas por CUC, señale una técnica de análisis que hubiera identificado la deshonestidad contable.

b) Tanto los inversionistas como la administración de HFS habían confiado en los estados financieros auditados para tomar decisiones concernientes a CUC International. ¿En qué cree usted que consistió el error del auditor externo al no detectar esas prácticas fraudulentas?

PROBLEMA 6-4
Análisis de divulgaciones del impuesto sobre las utilidades

Campbell Soup Company

Refiérase a los estados financieros de **Campbell Soup Company** en el apéndice A.

Se requiere:

a) Estime la cantidad del gasto de depreciación registrado en la declaración de impuestos de Campbell para cada uno de los años 11, 10 y 9. Utilice una tasa de impuestos de 34%.

b) Identifique las cantidades y las fuentes en cada uno de los años 11, 10 y 9 para lo siguiente (*nota:* combine los impuestos federales, extranjeros y estatales):

1) Ganancias antes de impuestos sobre las utilidades.
2) Impuesto sobre las utilidades esperado de 34%.
3) Gasto total de impuestos sobre las utilidades.
4) Impuesto sobre las utilidades total adeudado.
5) Impuesto sobre las utilidades total vencido y todavía no pagado a finales de los años 11, 10 y 9.

COMPROBACIÓN
a) Año 11, 211.9 millones de dólares

c) ¿Por qué la tasa de impuestos efectiva para los años 11, 10 y 9 difiere del porcentaje de 34% de ingresos antes de impuestos? Responda con una reconciliación que incluya explicaciones.

COMPROBACIÓN
d) 110 millones de dólares

d) Hay un pequeño beneficio de impuestos derivado de los cargos de desinversión y reestructuración en el año 10. ¿Puede usted estimar los desembolsos en efectivo para estos cargos en el año 10?

PROBLEMA 6-5
Comprensión del reconocimiento de ingresos y de los impuestos sobre las utilidades diferidos

Big-Deal Construction Company se especializa en la construcción de presas. Durante los años 3, 4 y 5 se terminaron tres presas. La primera presa se inició en el año 1 y se terminó en el año 3, con una utilidad antes de impuestos sobre las utilidades de 120 000 dólares. La segunda y tercera presas se iniciaron en el año 2. La segunda presa se terminó en el año 4 con una utilidad antes de impuestos sobre las utilidades de 126 000 dólares y la tercera presa se terminó en el año 5, con una utilidad antes de impuestos sobre las utilidades de 150 000 dólares. La compañía utiliza la contabilidad del porcentaje de terminación para efectuar el registro financiero y el método contable de contrato terminado para propósitos de impuestos. La tasa de impuestos aplicable es de 50% para cada uno de los años 1 al 5. A continuación aparecen los datos relacionados con el progreso del trabajo en cada presa, según lo informan los ingenieros:

Presa	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5
1	20%	60%	20%		
2		30	60	10%	
3		10	30	50	10%

COMPROBACIÓN
Año 2, incremento en impuestos sobre las utilidades diferidos, 62 400 dólares; año 5, Disminución en impuestos sobre las utilidades diferidos, 67 500 dólares.

Se requiere:

Para cada uno de los cinco años, del año 1 al año 5, calcule:

a) Ingreso en el registro financiero (en libros).

b) Ingreso gravable.

c) Cambio en los impuestos sobre las utilidades diferidos.

PROBLEMA 6-6
Análisis de costos previos a la operación y de impuestos sobre las utilidades diferidos

Stead Corporation se constituyó en el año 4 para encargarse de las operaciones de un pequeño negocio. Este negocio resultó ser muy estable para Stead, como se demuestra a continuación (en miles de dólares):

	Año 4	Año 5	Año 6
Ventas	$10 000	$10 000	$10 000
Gastos (excepto impuestos)	9 000	9 000	9 000
Ingreso antes de impuestos	$ 1 000	$ 1 000	$ 1 000

Stead también gasta 1 400 000 dólares en costos previos a la operación para un nuevo producto durante el año 4 (no incluidos en las cifras anteriores). Estos costos se difieren para propósitos del registro financiero, pero se deducen en el cálculo del ingreso gravable del año 4. Durante el año 5, la nueva línea de productos se demora; y en el año 6, Stead abandona el nuevo producto y carga el costo diferido de 1 400 000 dólares al estado de resultados del año 6. La tasa de impuestos aplicable es de 50%.

Se requiere:

COMPROBACIÓN
Ingreso del año 5, 500 dólares; pérdida del año 6, (200) dólares

a) Prepare estado de resultados comparativos para los años 4, 5 y 6. Identifique todas las cantidades gravables o como actuales o como diferidas.

b) Calcule los impuestos por pagar tanto actuales como diferidos del balance para cada uno de los años 4, 5 y 6 (suponga que todos los pagos de impuestos y reembolsos ocurren el año siguiente al año del registro).

PROBLEMA 6-7
Contabilidad para el gasto de impuesto sobre las utilidades

Shady Products le otorga una franquicia de distribución a Playgrounds, Inc. en el año 1. Las operaciones son rentables hasta el año 4, cuando confiscan parte de los inventarios de la compañía y se incurre en considerables gastos legales. La tasa de impuestos de Playgrounds es de 50% (todos los gastos y costos son deducibles de impuestos). Los datos pertinentes de la declaración de impuestos son (en miles de dólares):

	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5	Año 6	Año 7	Año 8
Ventas	$50	$80	$120	$ 100	$200	$400	$500	$600
Costo de las ventas	20	30	50	300	50	120	200	250
Generales y administrativos	10	15	20	100	20	30	40	50
Ingreso antes de impuestos	$20	$35	$ 50	$(300)	$130	$250	$260	$300

Se requiere:

Calcule el gasto de impuestos para cada uno de los años 1 al 8 y presente estados de resultados comparativos para esos años (suponga un periodo de traslado a partidas anteriores de tres años, un periodo de traslado a partidas posteriores de 20 años para cualquier pérdida y una asignación de evaluación de 100% para la pérdida trasladada a partidas posteriores).

COMPROBACIÓN
Pérdida del año 4, (247.5) dólares; ingreso del año 8, 150 dólares

PROBLEMA 6-8[A]
Cálculos de las ganancias por acción (elección múltiple)

Utilice los datos que aparecen a continuación para responder a las dos preguntas siguientes:

WRESTLING FEDERATION OF AMERICA, INC.
Estructura de capital y ganancias para el año 7

Número de acciones comunes en circulación al 31 de diciembre del año 7	2 700 000
Número de acciones comunes en circulación durante el año 7 (promedio ponderado)	2 500 000
Precio de mercado por acción común al 31 de diciembre del año 7	$ 25
Precio de mercado promedio ponderado por acción durante el año 7	$ 20
Opciones en circulación durante el año 7:	
Número de acciones que se pueden emitir al ejercicio de las opciones	200 000
Precio de ejercicio	$ 15
Bonos convertibles en circulación (fecha de emisión: 31 de diciembre del año 3):	
Número de bonos convertibles	10 000
Acciones de las acciones comunes que se pueden emitir a la conversión (por bono)	10
Tasa de cupón	5.0%
Ingresos por bono a la emisión (al valor nominal)	$ 1 000
Utilidad neta para el año 7	$6 500 000
Tasa de impuestos para el año 7	40.0%

1. Las ganancias básicas por acción para el año 7 son (elegir una de las siguientes):
   a) 2.41 dólares
   b) 2.57 dólares
   c) 2.60 dólares
   d) 2.50 dólares
2. Las ganancias diluidas por acción para el año 7 son (elegir una de las siguientes):
   a) 2.43 dólares
   b) 2.55 dólares
   c) 2.54 dólares
   d) 2.60 dólares

(Adaptado de CFA)

PROBLEMA 6-9A
Cálculo de las ganancias por acción

La utilidad neta de Ace Company para el año es de 4 millones de dólares y el número de acciones comunes en circulación es de tres millones (no hay un cambio en las acciones en circulación durante el año). Ace tiene opciones y *warrants* en circulación para comprar un millón de acciones comunes a un precio de 15 dólares por acción.

Se requiere:

a) Si el valor de mercado promedio de la acción común es 20 dólares, el precio a finales del año es 25 dólares, la tasa de interés sobre los préstamos es 6% y la tasa de impuestos es 50%, calcule entonces las EPS tanto básicas como diluidas.

b) Haga los mismos cálculos señalados en *a*), suponiendo que la utilidad neta para el año es de sólo 3 millones, el valor de mercado promedio por acción común es 18 dólares, y el precio a finales del año es 20 dólares por acción.

COMPROBACIÓN
b) EPS diluidas, 0.95 de dólar

CASOS

CASO 6-1
Comprensión del reconocimiento de ingresos

BIKE Company empieza con 3 000 dólares en efectivo para financiar su plan de negocios de producir cascos para ciclistas utilizando un sencillo proceso de ensamble. Durante el primer mes de negocios, la compañía firma contratos de venta para 1 300 unidades (el precio de venta es de 9 dólares por unidad), produce 1 200 unidades (el costo de producción es de 7 dólares por unidad), envía 1 000 unidades y cobra un total de 900 unidades. Los costos de producción se pagan en el momento de la producción. La compañía sólo tiene otros dos costos: 1) comisiones de venta de 10% del precio de venta cuando la compañía le cobra al cliente, y 2) costos de envío de 0.20 de dólar por unidad, pagados en el momento del envío. El precio de venta y todos los costos por unidad han sido constantes y es probable que sigan así.

Se requiere:

a) Prepare balances y estado de resultados comparativos (lado a lado) para el primer mes de BIKE Company para cada una de las tres opciones siguientes:

1) El ingreso se reconoce en el momento del envío.

2) El ingreso se reconoce en el momento de la cobranza.

3) El ingreso se reconoce en el momento de la producción.

Nota: La utilidad neta para cada una de estas tres opciones es 1) 990 dólares, 2) 810 dólares y 3) 1 080 dólares, respectivamente.

b) El método conforme al cual el ingreso se reconoce en el momento de la cobranza, conocido como *método de pago a plazos*, es aceptable para el registro financiero en casos poco frecuentes y especiales. ¿Por qué es probable que BIKE Company prefiera este método para propósitos de impuestos?

c) Comente acerca de la utilidad del método de pagos a plazos para un analista de crédito que utiliza tanto el balance como el estado de resultados.

CASO 6-2
Análisis de las actividades de operación

Campbell Soup

Refiérase al informe anual de **Campbell Soup** en el apéndice A.

Se requiere:

a) Calcule todas las categorías de gastos como un porcentaje de las ventas para cada uno de los tres años considerados. Analice y comente los porcentajes calculados.

b) Comente acerca del grado en que se espera que cada componente de *a*) persista en los años futuros.

c) ¿Qué porcentaje de las ganancias antes de impuestos sobre las utilidades constituye la provisión para impuestos sobre las utilidades? ¿Qué factores podrían hacer que este porcentaje se desviara del porcentaje estatutario de 35%?

d) Campbell Soup registra programas de desinversión y reestructuración en los años 9 y 10. ¿Qué cantidad de gasto se registra en relación con estos programas? ¿Con qué actividades se relacionan estos costos? ¿Cómo interpreta usted estos costos?

e) ¿Cómo se podrían utilizar los grandes pasivos, como los pasivos de reestructuración de Campbell Soup, para administrar las ganancias?

CASO 6-3
Análisis de actividades de reestructuración

Toys 'R' Us

El 16 de septiembre de 20x8, **Toys 'R' Us** [**ToysRUs.Com**], el vendedor de juguetes más grande del mundo, anunció iniciativas estratégicas para reestructurar su negocio. El costo total para implementar esas iniciativas resultó en un cargo de 508 millones de dólares, una cantidad que excedió a las ganancias de operación del año anterior. El cargo de 508 millones de dólares consistía en costos de cerrar o reducir tiendas, centros de distribución y funciones administrativas para modernizar diseños de tiendas, inventarios y cadenas de suministro; así como para efectuar cambios en los estimados contables y las provisiones para conciliaciones legales. Esas iniciativas incluían el cierre de 50 jugueterías en la división internacional, predominantemente en Europa continental y nueve en Estados Unidos, que no cumplían con las metas de rendimiento sobre la inversión de la compañía. También cerró 31 tiendas Kids 'R' Us y convirtió 28 jugueterías cercanas de Estados Unidos en tiendas de combinación. Las tiendas de combinación venden juguetes y ropa. Se esperaba que estas iniciativas le ahorraran más de 75 millones de dólares en 20x9 e incluso más en los años subsiguientes. En el momento del anuncio de la reestructuración, la compañía tenía 116 000 empleados y 1 145 tiendas en todo el mundo. De las 1 145 tiendas, 697 se encuentran en Estados Unidos. La compañía también manejaba 214 tiendas Kids 'R' Us, 101 tiendas Babies 'R' Us y dos tiendas KidsWorld. Esperaba invertir una tendencia de pérdida de ventas ante Wal-Mart y otros minoristas de descuento. Toys 'R' Us tenía una participación de mercado de 18.4% en el mercado de juguetes de Estados Unidos en 20x7, una baja a partir de 18.9% en 20x6. La participación de mercado de Wal-Mart y la participación de Target aumentaron de 15.3% a 16.4% y de 6.4% a 7.1%, respectivamente, durante esa época. A continuación aparecen algunos informes financieros seleccionados de Toys 'R' Us:

Carta a los accionistas

A nuestros accionistas

20x8 ciertamente fue un año de enormes retos y cambios. Hemos pasado el año analizando en forma intensiva cada aspecto de nuestro negocio y haciendo llamados firmes orientados a reposicionar nuestro negocio en todo el mundo. Los elementos cruciales de nuestro plan estratégico incluyen una Estrategia total de soluciones enfocada en nuestro plan C-3, que incluye el rediseño y una nueva localización de nuestras jugueterías; la creación de una cultura determinada por el cliente; la expansión del desarrollo del producto; la mejora de nuestra propuesta del valor del cliente; la aceleración de nuestro programa de administración de la cadena de suministro, y la expansión de nuestros canales de venta. En combinación con estos esfuerzos de reestructuración, hemos reconstruido y renovado un equipo administrativo más fuerte que servirá para construir los cimientos del reposicionamiento de la Compañía de ustedes en los años futuros. Creemos que la suma total de estos esfuerzos servirá como un trampolín para lograr la culminación de nuestra visión ampliada del futuro: colocar a Toys 'R' Us como la autoridad mundial en cuanto a niños, familias y diversión.

Beneficios de la reestructuración en 20x8

Terminamos el año de 20x8 como una compañía mucho más sana y dinámica. Esto se puede atribuir a algunas decisiones estratégicas difíciles que modelarán el futuro de la Compañía. Registramos cargos de reestructuración y otros por 508 millones de dólares netos de impuestos, lo que fue causa de que la Compañía incurriera en una pérdida neta en 20x8. El efecto de hacer esos llamados firmes será evidente en nuestras operaciones, nuestro crecimiento y nuestro desempeño financiero en el futuro. Estos cargos son el resultado de una exhaustiva revisión de todas nuestras operaciones en 20x8 desde una perspectiva tanto estratégica como del Valor Económico Agregado (EVA®, siglas de Economic Value Added). Estas revisiones impulsaron las siguientes acciones:

- El cierre o la reducción de aproximadamente 50 jugueterías en la arena internacional, predominantemente en Europa continental, y de alrededor de nueve jugueterías en Estados Unidos que no satisfacían los objetivos estratégicos o financieros de la Compañía. Esto deja a nuestra administración en libertad de enfocarse en la búsqueda de oportunidades de un rendimiento más elevado;
- La conversión de 28 jugueterías existentes en tiendas "combo", lo que nos permitirá cerrar 31 tiendas Kids 'R' Us cercanas. Además de reducir los costos de operación y de liberar capital de trabajo, esto nos permitirá mejorar nuestra productividad mediante la inclusión de la ropa para niños en más tiendas Toys 'R' Us;
- La consolidación de varios centros de distribución y de más de media docena de oficinas administrativas. Estas acciones reducirán las funciones de apoyo administrativo en Estados Unidos y Europa, lo que no sólo generará eficiencia de ventas, general y administrativa, sino que "harán más horizontal" a nuestra organización y harán que nuestra administración se acerque todavía más a nuestras tiendas y nuestros clientes.
- La insistencia de hacer rebajas agresivas en ventas de liquidación del producto para optimizar el inventario, dar cabida a nuevas ofertas de productos y acelerar el rediseño de nuestra tiendas. Conjuntamente con las etapas iniciales de la reconstrucción de nuestra cadena de suministro, ya hemos logrado reducir los inven-

tarios de las tiendas similares en todas nuestras divisiones en más de 560 millones de dólares o 24% a finales de 20x8, de lo cual aproximadamente 480 millones de dólares o 31% de este cambio favorable proviene de la reducción del inventario tan sólo en la división de jugueterías en Estados Unidos. Esto nos condujo al nuevo año con una creciente flexibilidad en la mercancía y una creciente “apertura a las compras” a medida que iniciamos el despliegue de la fase inicial de nuestro programa de rediseño de tiendas en 20x9.

Una de nuestras prioridades clave en 20x8 fue crear un equipo ejecutivo fuerte, y ahora estamos en el camino correcto que conduce a la integración de un equipo administrativo verdaderamente extraordinario. Desde principios de 20x8, más de 50% de nuestro equipo de funcionarios se ha unido a la compañía procedente de otras empresas, o ha sido promovido o transferido a nuevas tareas, lo anterior ha traído a nuestro negocio nuevas perspectivas y capacidades comprobadas.

Es obvio que nuestras ventas y ganancias en 20x8 no fueron las que queríamos. Sin embargo, hemos pasado un año haciendo llamados firmes y tomando decisiones difíciles, y ahora estamos preparados para avanzar con más firmeza y con mayor rumbo que nunca.

Estrategia de soluciones totales

Nuestro programa de reestructuración, en septiembre de 20x8, fue el primer paso para el lanzamiento de una estrategia ganadora para Toys ‘R’ Us –estrategia que realineará nuestros activos, nuestra organización y nuestra manera de pensar basándose en prioridades determinadas por el cliente en un mercado más competitivo–. En la marca ‘R’ Us, tenemos una de las marcas registradas más conocidas en todo el mundo: nuestro reto es hacer que se desarrolle de un modo más eficiente este fuerte potencial de franquicias para clientes. El mercado minorista actual requiere tiendas que sean atractivas, resulte agradable hacer compras y que sean amistosas con el cliente. Aun cuando nuestra variedad todavía es superior a la de nuestros competidores, no basta sólo eso para restaurar la participación de mercado y la lealtad a la marca. Debemos concentrarnos más en crear un mayor valor diario para el cliente en términos de precio, servicio y la experiencia total de comprar.

Discusión y análisis de la gerencia

Resultado de las operaciones y condición financiera

Durante 20x8, la Compañía anunció iniciativas estratégicas para reposicionar su negocio a nivel mundial y otras tareas que incluyen el rediseño orientado al cliente de sus jugueterías en el nuevo plan C-3, así como la reestructuración de sus operaciones internacionales, lo que resultó en un cargo de 353 millones de dólares (279 millones de dólares netos de beneficios de impuestos, o 1.05 dólares por acción). Las iniciativas estratégicas resultaron en un cargo de reestructuración de 294 millones de dólares. Los otros cargos de 59 millones de dólares consisten principalmente en cambios en los estimados contables y las provisiones para acuerdos legales. La Compañía está cerrando o reduciendo tiendas con un desempeño inferior y consolidando los centros de distribución y las oficinas administrativas. Como resultado, se liquidarán aproximadamente 2 600 empleados en todo el mundo. Las tiendas que se espera cerrar tenían ventas totales y pérdidas netas de operación de aproximadamente 322 millones y 5 millones de dólares, respectivamente, para el ejercicio fiscal que terminó el 30 de enero de 20x9. Las rebajas del valor de inmuebles, planta y equipo relacionadas con los cierres y reducciones antes mencionados se basaron en evaluaciones tanto internas como independientes. Las reservas no utilizadas al 30 de enero de 20x9 se utilizarán en 20x9, con excepción de los compromisos de arrendamiento a largo plazo, que se utilizarán en 20x9 y de allí en adelante. Los detalles de los componentes de los cargos se describen en las notas a los estados financieros consolidados y son como sigue:

Descripción	Cargo	Utilizados	Saldo de la reserva
Cierres/reducciones:			
Compromisos de arrendamiento	$ 81	$ —	$ 81
Costos de despido y otros del cierre	29	4	25
Rebaja del valor de inmuebles, planta y equipo	155	155	—
Otros	29	5	24
Reestructuración total	$294	$164	$130
Cambios en los estimados contables y provisiones para acuerdos legales	$ 59	$ 20	$ 39

En 20x8 la Compañía también anunció cargos de rebajas y otros cargos de 345 millones de dólares (229 millones de dólares netos de beneficios de impuestos, o .86 de dólar por acción). De este cargo, 253 millones de dólares se relacionan con las rebajas requeridas para eliminar el exceso de inventario de las tiendas. Estas rebajas deben facilitarle a la Compañía alcanzar su surtido óptimo de inventario y modernizar sistemas, de manera que lleve a cabo las conversiones del plan C-3 de forma acelerada. El objetivo de la Compañía con su nuevo concepto C-3 es proporcionar a los clientes una mejor experiencia de compras que resulte en un incremento en las ventas y a rotaciones de inventario más elevadas. Además, la Compañía registró 29 millones de dólares en rebajas relacionadas con los cierres de tiendas mencionados anteriormente. La Compañía también registró cargos al costo de ventas de 63 millones de dólares relacionados con refinamientos al sistema de inventarios y con cambios en los estimados contables. Se espera que las reservas no utilizadas al 30 de enero de 20x9 se utilicen en 20x9. Los detalles de las rebajas y de otros cargos son como sigue:

Descripción	Cargo	Utilizados	Saldo de la reserva
Rebajas			
Eliminación del exceso de inventario	$253	$179	$ 74
Cierre de tiendas	29	2	27
Cambio en los estimados contables y otros	63	57	6
Costo total de las ventas	$345	$238	$107

Es probable que las iniciativas estratégicas, las rebajas y otras tareas descritas anteriormente mejoren el libre flujo de efectivo de la compañía e incrementen las ganancias de las operaciones.

DECLARACIONES CONSOLIDADAS DE LAS UTILIDADES

Toys 'R' Us, Inc. y subsidiarias

(Millones de dólares, salvo los datos por acción)	Ejercicio fiscal que terminó 30 de enero de 20x9	31 de enero de 20x8	1 de febrero de 20x7
Ventas netas	$11 170	$11 038	$9 932
Costo de las ventas	8 191	7 710	6 892
Utilidad bruta	2 979	3 328	3 040
Gastos de venta, publicidad, generales y administrativos	2 443	2 231	2 020
Depreciación, amortización y cancelaciones de activos	255	253	206
Reestructuración y otros cargos	294	—	60
Gastos totales de operación	2 992	2 484	2 286
Ingreso (pérdida) de operación	(13)	844	754
Gasto de interés	102	85	98
Interés y otro ingreso	(9)	(13)	(17)
Gasto de interés, neto	93	72	81
Ganancia (pérdida) antes de impuestos sobre las utilidades	(106)	772	673
Impuestos sobre las utilidades	26	282	246
Ganancias (pérdidas) netas	$ (132)	$ 490	$ 427
Ganancias básicas (pérdidas) por acción	$ (0.50)	$ 1.72	$ 1.56

BALANCES CONSOLIDADOS

Toys 'R' Us y subsidiarias

(Millones de dólares)	30 de enero de 20x9	31 de enero de 20x8
Activos		
Activos en circulación		
Efectivo y equivalentes de efectivo	$ 410	$ 214
Cuentas y otras partidas por cobrar	204	175
Inventarios de mercancía	1 902	2 464
Gastos prepagados y otros activos en circulación	81	51
Total de activos en circulación	2 597	2 904
Propiedad y equipo		
Bienes raíces, netos	2 354	2 435
Otros, netos	1 872	1 777
Propiedad y equipo totales	4 226	4 212
Crédito comercial, neto	347	356
Otros activos	729	491
	$7 899	**$7 963**
Pasivos		
Pasivos en circulación		
Préstamos a corto plazo	$ 156	$ 134
Cuentas por pagar	1 415	1 280
Gastos acumulados y otros pasivos en circulación	696	680
Impuestos sobre las utilidades por pagar	224	231
Pasivos totales en circulación	2 491	2 325
Deuda a largo plazo	1 222	851
Impuestos sobre las utilidades diferidos	333	219
Otros pasivos	229	140
Capital de los accionistas		
Acciones comunes	30	30
Capital adicional pagado	459	467
Ganancias retenidas	4 478	4 610
Ajustes de conversión de divisas	(100)	(122)
Acciones de tesorería, al costo	(1 243)	(557)
Capital total de los accionistas	3 624	4 428
	$7 899	**$7 963**

Financial Statement Footnote

Cargos de reestructuración y otros

El 16 de septiembre de 20x8 la Compañía anunció iniciativas estratégicas para reposicionar su negocio a nivel mundial. El costo de poner en práctica estas iniciativas, así como otros cargos resultaron en un cargo total de 333 dólares (266 dólares netos de beneficios de impuestos, o 1.00 dólar por acción). La Compañía determinó que las iniciativas estratégicas requerían un cargo de reestructuración de 294 dólares para cerrar o reducir tiendas, centros de distribución y funciones administrativas. Este plan a nivel mundial incluye el cierre de 50 jugueterías en la división internacional, predominantemente en Europa continental y nueve en Estados Unidos, que no cumplen los objetivos de rendimiento sobre la inversión de la Compañía. La Compañía también cerrará 31 tiendas Kids 'R' Us y convertirá 39 jugueterías cercanas de Estados Unidos en tiendas de combinación dentro del nuevo esquema C-3 que se describe a continuación. Las tiendas de combinación incluyen venta de juguetes y ropa en un espacio de 465 metros cuadrados aproximadamente. Otros cargos consisten principalmente en cambios en los estimados contables y provisiones para conciliaciones legales de 39 dólares, registrados en gastos de ventas generales y administrativos. De los cargos totales de reestructuración y otros, 149 dólares se relacionan con las operaciones domésticas y 184 dólares se relacionan con las operaciones internacionales. Las reservas restantes de 149 dólares se deben utilizar en 20x9, con excepción de los compromisos a largo plazo, que se utilizarán en 20x9 y de allí en adelante.

También en el 16 de septiembre de 20x8, la Compañía anunció rebajas y otros cargos a costo de las ventas de 345 dólares (229 dólares netos de beneficios de impuestos, o .86 de dólar por acción). La Compañía ha diseñado un nuevo esquema de tiendas llamado C-3. La Compañía planea convertir aproximadamente 200 jugueterías de Estados Unidos en el nuevo esquema C-3 en 20x9. De este cargo, 253 dólares se relacionaron con las rebajas requeridas para deshacerse del exceso de inventario de sus tiendas, de manera que la Compañía pueda continuar con su nuevo esquema de tiendas C-3 de manera acelerada. Otro componente del cargo fueron las rebajas del inventario de 29 dólares relacionadas con el cierre o la reducción de las tiendas antes mencionadas. La Compañía también registró cargos de costo de las ventas de 63 dólares, relacionados con los refinamientos del sistema de inventario y los cambios en los estimados contables. De estos cargos, 288 dólares se relacionan con operaciones domésticas y 57 dólares se relacionan con operaciones internacionales. Es probable que las reservas restantes de 107 dólares se utilicen en 20x9.

Asimismo, durante el cuarto trimestre de 20x8, la Compañía registró un cargo de 20 dólares (13 dólares netos de beneficios de impuestos, o .05 de dólar por acción), relacionado con la resolución de reclamaciones de terceras partes sostenidas por alegatos hechos por la Federal Trade Commission. Este cargo fue además de un cargo de 15 dólares relacionado con el mismo asunto, incluido en los cargos antes mencionados.

Al 30 de enero de 20x9, la Compañía tenía aproximadamente 45 dólares de pasivos restantes de su programa de reestructuración anunciado en 20x5, relacionados principalmente con obligaciones de arrendamiento a largo plazo.

La Compañía cree que las reservas son adecuadas para terminar los programas de reestructuración y otros descritos anteriormente.

El 12 de julio de 20x6, un árbitro dictó una sentencia contra la Compañía en relación con una disputa que implicaba derechos conforme a un contrato de licencia para las operaciones de jugueterías en Medio Oriente. En consecuencia, la Compañía registró una provisión de 60 dólares durante 20x6 (38 dólares netos de beneficios de impuestos, o .14 de dólar por acción), todos los cuales representan costos en relación con este asunto.

Se requiere:

Refiérase a la información financiera de Toys 'R' Us para responder a estas preguntas.

1. ¿Cuál es la cantidad total que gasto Toys 'R' Us en su plan de reestructuración? Analice el desglose de los cargos e identifique dónde se registra el cargo del estado de resultados.
2. Modifique el estado de resultados sin el cargo de reestructuración y analice el desempeño de la operación para 20x9, comparándolo con el desempeño en 20x8.
3. Identifique los principales elementos de la estrategia de reestructuración de Toys 'R' Us y los efectos económicos de éstos. ¿Cuál será el efecto sobre el ingreso futuro y cómo se espera que se originen los ahorros?
4. Discuta la forma en la cual Toys 'R' Us podría utilizar la obligación de reestructuración como un medio para la administración de las ganancias. En su opinión, ¿Toys 'R' Us está administrando las ganancias por medio de este cargo?

5. Describa la forma en la cual un analista le daría una nueva forma al estado de resultados de Toys 'R' Us para que refleje los costos de reestructuración como una inversión para crear futuros ahorros de costo.
6. ¿Cómo se puede medir el éxito relativo de estas actividades de reestructuración?

CASO 6-4[A]
Análisis de las ganancias por acción con obligaciones quirografarias convertibles

Los funcionarios de Environmental, Inc., se consideraron afortunados cuando la compañía vendió una emisión de obligaciones quirografarias subordinadas convertibles el 30 de junio del año 1, con un cupón de 6%. Tenían la alternativa de redondear y prolongar el plazo del préstamo a largo plazo pendiente de pago, pero el costo de interés habría sido medio punto arriba de la tasa de bonos AA. La tasa de bonos AA fue tan elevada como 8½% hasta el 29 de marzo del año 1, cuando bajó a 8% y esta tasa prevaleció hasta el 31 de diciembre del año 1, cuando volvió a bajar a 7½%. Al 31 de diciembre del año 1, Environmental, Inc., tenía la siguiente estructura de capital:

Préstamo a plazos a 7%*	3 000 000	dólares
Obligaciones quirografarias subordinadas convertibles a 6%†	9 000 000	
Acciones comunes, valor nominal 1 dólar, 2 000 000 de acciones autorizadas, emitidas y en circulación	900 000	
90 000 *warrants*, que expiran el 1 de julio del año 6‡	—	
Capital adicional pagado	1 800 000	
Ganancias retenidas	4 500 000	

**El préstamo a plazo (originalmente 5 000 000 de dólares) es repagable en pagos semestrales de 500 000 dólares.*

†Las obligaciones quirografarias subordinadas convertibles, vendidas el 30 de junio del año 1, son convertibles en cualquier momento a 18 dólares hasta su vencimiento. El fondo de amortización de 300 000 anuales se iniciará en el año 6.

‡Los warrants le dan derecho al tenedor de comprar una acción a un precio de 10 dólares a la fecha de expiración, el 6 de julio del año 6.

Datos adicionales para el año 1:

Gasto de interés	500 000	dólares
Utilidad neta	1 500 000	
Dividendos pagados	135 000	
Ganancias retenidas	900 000	
Precios de mercado al 31 de diciembre del año 1 (promedios para el año 1)		
Obligaciones quirografarias convertibles a 6%	107	dólares
Acciones comunes	13	dólares
Warrants de acciones	4.5	dólares
Tasa de interés de letras de tesorería al 31/12/año 1	6%	

Se requiere:

COMPROBACIÓN
a) EPS diluidas, 1.20 dólares

a) Calcule y muestre los cálculos de las cifras de ganancias por acción básicas y diluidas de las acciones comunes para el informe anual del año 1 (suponga una tasa de impuestos de 50%).

b) ¿Cuál es la razón de cobertura de intereses para el año 2, suponiendo que la utilidad neta antes de interés e impuestos es igual al de año 1 (se utiliza una tasa de impuestos sobre las utilidades de 50%)?

(Adaptado de CFA)

CASO 6-5[A]
Determinación de las ganancias por acción

Primera parte. A continuación se reproduce la información concerniente a la estructura de capital de Dole Corporation:

	31 DE DICIEMBRE	
	Año 5	**Año 6**
Acciones comunes	90 000 acciones	90 000 acciones
Acciones preferentes convertibles	10 000 acciones	10 000 acciones
Bonos convertibles a 8%	$1 000 000	$1 000 000

Durante el año 6, Dole paga dividendos de 1 dólar por acción sobre sus acciones comunes y 2.40 dólares por acción sobre sus acciones preferentes. Las acciones preferentes son convertibles en 20 000 acciones de las acciones comunes. Los bonos convertibles a 8% son convertibles en 30 000 acciones de las acciones comunes. La utilidad neta para el ejercicio fiscal que terminó el 31 de diciembre del año 6 es de 285 000 dólares. La tasa del impuesto sobre las utilidades es de 50%.

Se requiere:

a) Calcule las ganancias básicas por acción para el ejercicio fiscal que terminó el 31 de diciembre del año 6.

b) Calcule las ganancias diluidas por acción para el ejercicio fiscal que terminó el 31 de diciembre del año 6.

COMPROBACIÓN
a) EPS diluidas, 2.32 dólares

Segunda parte. La utilidad neta de R. Lott Company para el ejercicio fiscal que terminó el 31 de diciembre del año 6 es de 10 000 dólares. Durante el año 6, R. Lott declara y paga dividendos en efectivo de 1 000 dólares sobre las acciones preferentes y dividendos en efectivo de 1 750 dólares sobre las acciones comunes. Al 31 de diciembre del año 6, se han emitido y están en circulación 12 000 acciones de las acciones comunes –10 000 de las cuales se emitieron y estuvieron en circulación a todo lo largo del año, y 2 000 de las cuales se emitieron el 1 de julio del año 6–. No hay otras operaciones de acciones comunes durante el año, y no hay ninguna dilución potencial de las ganancias por acción.

Se requiere:

Calcule las ganancias básicas por acción del año 6 por acción común de R. Lott Company.

CAPÍTULO SIETE

7

ANÁLISIS DEL FLUJO DE EFECTIVO

RETROSPECTIVA <

En el capítulo 6 se usaron las mediciones de la acumulación para analizar las actividades de operación. Se examinaron los métodos de reconocimiento de los ingresos y gastos para efectos de la interpretación de las operaciones. También se examinaron las cifras por acción para los ingresos.

EN ESTE CAPÍTULO •

En este capítulo se analizan las mediciones del flujo de efectivo para entender todas las actividades empresariales, haciendo hincapié de manera particular en las operaciones. Al interpretar los flujos de efectivo, la atención se centra en las condiciones de la empresa y las operaciones mercantiles. De igual manera, se consideran otras mediciones de los flujos de efectivo.

MÁS ADELANTE >

Con el siguiente capítulo el libro comienza a enfocarse en una aplicación y un análisis más estratégicos de los estados financieros. Se analiza el rendimiento de la inversión, la utilización de activos, y otras mediciones del desempeño que guardan relación con una clase amplia de usuarios de los estados financieros. Se describen varias herramientas de análisis que ayudan en la evaluación del desempeño y el rendimiento de la compañía.

OBJETIVOS DEL ANÁLISIS

- Explicar la relevancia de los flujos de efectivo en el análisis de las actividades empresariales.
- Describir los informes de los flujos de efectivo por actividad empresarial.
- Describir la preparación y el análisis del estado de flujos de efectivo.
- Interpretar los flujos de efectivo resultantes de las actividades de operación.
- Analizar los flujos de efectivo en otras condiciones de la empresa y mercantiles.
- Describir otras mediciones de los flujos de efectivo y su utilidad.
- Explicar una herramienta analítica para evaluar los flujos de efectivo (apéndice 7A).

El grave caso de penuria financiera de Rite Aid

HARRISBURG, Filadelfia. Los problemas financieros de Rite Aid comenzaron con una racha de construcción excesiva y acelerada de tiendas y una serie de adquisiciones alocadas emprendida por el ex director general que dejó sin dinero a la empresa. Ese director general construyó más de 1600 tiendas nuevas, le soltó 1400 millones de dólares a Thrifty PayLess, una cadena de mil tiendas en la costa del Pacífico de Estados Unidos, que resultó ser un verdadero lastre para las utilidades, y pagó 1500 millones de dólares por PCS Health Systems, empresa administradora de prestaciones de farmacia.

La debacle: en los cinco años siguientes, los desembolsos de efectivo de Rite Aid para actividades de inversión sumaron en total 5000 millones de dólares. Al mismo tiempo, las entradas de efectivo provenientes de las actividades de operación ascendieron a 800 millones de dólares. Esto significa que Rite Aid financió la mayor parte de sus inversiones y aumentos en el capital de trabajo con deuda, según se refleja en un aumento de casi quinientos por ciento en el pasivo total, de 1738 a 9393 millones de dólares al año 2000.

La onerosa carga del endeudamiento afectó la capacidad de la compañía de obtener crédito de sus proveedores destinado a realizar compras de inventario e imposibilitó a la empresa de usar el efectivo tan necesario para financiar las actividades de operación. Las ventas de las tiendas resultaron afectadas como consecuencia de los faltantes en el inventario, las reducciones en los gastos de publicidad y la incapacidad de competir con los precios. La consiguiente disminución en el precio de las acciones también impidió a la empresa vender acciones ordinarias para refinanciar la deuda y provocó un descenso en su calificación crediticia.

El análisis de flujos de efectivo habría puesto de manifiesto estos males.

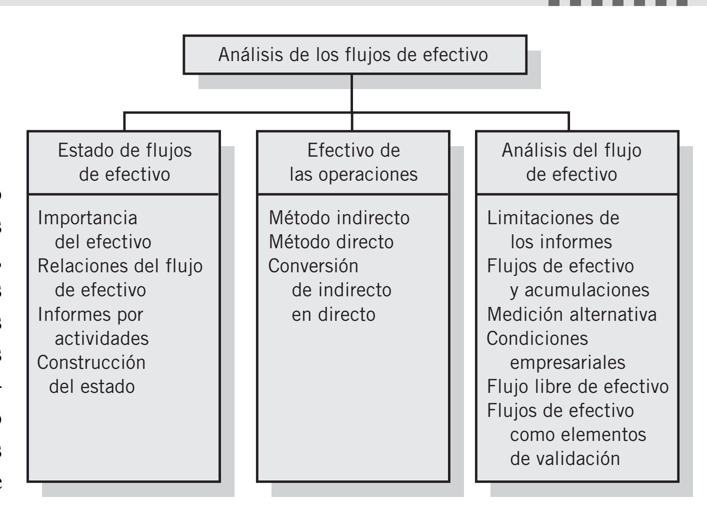
La empresa se encuentra ahora en reestructuración bajo el liderazgo del nuevo director general. La compañía vendió su inversión en PCS Health Systems por una entrada neta de efectivo de 480 millones de dólares, que usó para reducir el nivel de endeudamiento. También ha convencido a los titulares de bonos de que acepten acciones ordinarias a cambio de aproximadamente 580 millones de dólares de deuda.

Rite Aid también vendió cuentas por cobrar a una entidad de propósito especial (por lo que recaudó 150 millones de dólares), y vendió y volvió a arrendar 36 tiendas (por un monto de 94 millones de dólares en total). Estos ingresos se han utilizado para liquidar deuda. Aunque la empresa está haciendo avances, aún falta mucho por hacer, porque el endeudamiento en 2005 ascendía a más 5 600 millones de dólares, en comparación con 323 millones de dólares en capital.

El análisis de los flujos de efectivo habría puesto de manifiesto estos posibles males de manera temprana. T. D. Barrett, analista de Massachusetts Financial Services, añade: "Es evidente que esta empresa se metió en camisa de once varas". La receta para curar los males de Rite Aid tiene que incluir verificaciones sensatas de los excesivos desembolsos de efectivo para actividades de inversión: inspecciones a las que se puede dar seguimiento por medio del análisis de los flujos de efectivo.

PRESENTACIÓN DEL CAPÍTULO 7

El **efectivo** es el saldo residual de las entradas de efectivo *menos* los desembolsos de efectivo en todos los periodos anteriores de una empresa. Los flujos netos de efectivo, o simplemente *flujos de efectivo*, se refieren a las entradas menos las salidas de efectivo en el periodo en curso. Los flujos de efectivo difieren de las acumulaciones de ingresos como medición del desempeño. Las mediciones de los flujos de efectivo reconocen las entradas cuando el efectivo se recibe, pero no necesariamente se gana, y reconocen las salidas cuando se paga efectivo aunque no necesariamente



se haya incurrido en un gasto. El estado de flujos de efectivo da información sobre las mediciones del flujo de efectivo en tres actividades empresariales principales: operaciones, inversiones y financiamiento. Los flujos de efectivo que proceden de las operaciones, u operativos, son la contraparte en efectivo de la acumulación de ingresos netos. En términos más generales, la información sobre los flujos de efectivo ayuda a evaluar la capacidad de una empresa de cumplir con sus obligaciones, pagar dividendos, aumentar la capacidad instalada y elevar el financiamiento. También ayuda a evaluar la calidad de las utilidades y la dependencia que tienen los ingresos con respecto a los estimados y supuestos relativos a los flujos de efectivo en el futuro. En este capítulo se describen los flujos de efectivo y su aplicación en el análisis de los estados financieros. Se describen los requisitos actuales para la elaboración de informes y las implicaciones de dichos requisitos para el análisis de los flujos de efectivo; de igual manera, se explican algunos ajustes analíticos útiles en los flujos de efectivo que usan datos financieros.

ESTADO DE FLUJOS DE EFECTIVO

El propósito del estado de flujos de efectivo es proporcionar información sobre las entradas y salidas de efectivo durante un periodo. También distingue entre los orígenes y los usos de los flujos de efectivo al separarlos en actividades de operación, inversión y financiamiento. En esta sección se explican relaciones importantes de los flujos de efectivo y la organización del estado de flujos de efectivo.

Relevancia del efectivo

El efectivo es el activo más líquido y ofrece a la empresa tanto liquidez como flexibilidad. Es a la vez el principio y el fin del ciclo de operación de una compañía. Las actividades de operación de una empresa abarcan la conversión del efectivo en diversos activos (como los inventarios) que se usan para producir cuentas por cobrar a partir de las ventas a crédito. El ciclo de operación se completa cuando el proceso de cobranza devuelve el efectivo a la compañía, lo que permite iniciar un nuevo ciclo de operación.

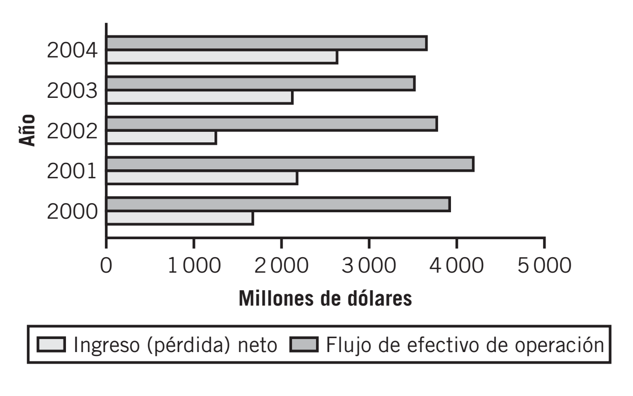
El análisis de los estados financieros que se hace en este libro reconoce que la contabilidad basada en acumulaciones, en la que las compañías reconocen los ingresos cuando éstos se ganan y los gastos cuando se incurre en ellos, difiere de la contabilidad basada en el efectivo. Sin embargo, el flujo neto de efectivo es la medición final de la rentabilidad. Es el efectivo, y no los ingresos, lo que en última instancia paga los préstamos, sustituye el equipo, amplía las instalaciones y paga los dividendos. En consecuencia, el análisis de las entradas y salidas de efectivo en una empresa, así como de los orígenes de la operación, el financiamiento, o la inversión, es uno de los ejercicios de investigación más importantes. Este análisis contribuye a evaluar la liquidez, solvencia y flexibilidad financiera. La **liquidez** es la cercanía al efectivo de los activos y pasivos. La **solvencia** es la capacidad de pagar las deudas cuando éstas llegan a su vencimiento. La **flexibilidad financiera** es la capacidad de reaccionar y ajustarse a las oportunidades y adversidades.

La información útil, pero incompleta, sobre los orígenes y los usos del efectivo puede obtenerse de los balances generales comparativos y los estados de resultados. Sin embargo, un panorama completo de los flujos de efectivo se deriva del **estado de flujos de efectivo** (SCF, siglas de Statement of cash flows). Este estado es importante para el análisis y proporciona información que facilita a los usuarios responder preguntas como:

- ¿Cuánto efectivo se genera a partir de, o se usa en las operaciones?
- ¿Qué desembolsos se realizan con efectivo proveniente de las operaciones?
- ¿Cómo se pagan los dividendos cuando hay que enfrentarse a una pérdida de operación?
- ¿Cuál es el origen del efectivo para el pago de las deudas?
- ¿Cómo se financia el aumento en las inversiones?
- ¿Cuál es el origen del efectivo para nuevos activos de planta?
- ¿Por qué disminuye el efectivo cuando aumentan los ingresos?
- ¿Qué uso se le da al efectivo recibido de un nuevo financiamiento?

Los usuarios de los estados financieros analizan el flujo de efectivo para responder éstas y muchas otras preguntas parecidas. El estado de flujos de efectivos es la clave para reconstruir muchas

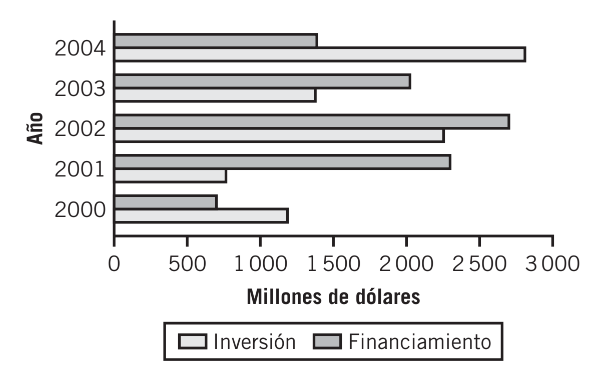
transacciones, lo cual forma parte importante del análisis. El análisis de este estado requiere que se entiendan las mediciones contables en que se basan la preparación y la presentación del susodicho estado. Este capítulo se centra primero en estos aspectos fundamentales de la contabilidad y luego en los usos analíticos del estado de flujos de efectivo.



Informes por actividades

El estado de flujos de efectivo informa sobre los recibos y pagos de efectivo por actividades de operación, financiamiento e inversión, esto es, las principales actividades empresariales de una compañía.

Las **actividades de operación** son las actividades relacionadas con las utilidades de una empresa. Además de las actividades de ingresos y gastos representadas en un estado de resultados, incluyen las entradas y salidas netas de efectivo que resultan de las actividades de operación relacionadas, como extender crédito a los clientes, invertir en inventarios y obtener crédito de los proveedores. Las actividades de operación se relacionan con las partidas del estado de resultados (con excepciones poco importantes) y con las partidas del balance general relacionadas con las operaciones, por lo general, cuentas del capital de trabajo, como cuentas por cobrar, inventarios, pagos anticipados, cuentas por pagar y gastos acumulados.



Las **actividades de inversión** son los medios para adquirir y vender activos fijos. Estas actividades abarcan los activos que se espera generen ingresos para una compañía, como las compras y ventas de PPE y las inversiones en valores. También incluyen prestar fondos y cobrar el principal de estos préstamos.

Las **actividades de financiamiento** son los medios para aportar, retirar y pagar fondos destinados a sustentar las actividades de la empresa. Incluyen pedir préstamos y pagar fondos con bonos y otros préstamos. También incluyen las aportaciones y los retiros por parte de los propietarios, al igual que el rendimiento (dividendos) sobre la inversión.

Construcción del estado de flujos de efectivo

Hay dos métodos convenientes para informar sobre los flujos de efectivo procedentes de las operaciones: el directo y el indirecto. Aunque ambos métodos producen resultados finales idénticos, el procedimiento difiere. Con el **método indirecto**, el ingreso neto se ajusta por las partidas de ingresos (gastos) y acumulaciones no en efectivo para producir flujos de efectivo de las operaciones. Una ventaja de este método es el encuentro de una conciliación de las diferencias entre el ingreso neto y los flujos de efectivo de operación. Esto ayuda a aquellos usuarios que pronostican los flujos de efectivo haciendo primero un pronóstico de los ingresos y después ajustándolos con respecto a los adelantos y retrasos entre el ingreso y los flujos de efectivo, es decir, usando las acumulaciones no en efectivo. El método indirecto es el que se emplea más comúnmente en la práctica y aquí se usó inicialmente para ilustrar la preparación del estado de flujos de efectivo. El cálculo del estado de flujos de efectivo por medio del **método directo** se presenta posteriormente con fines de comparación. Este método ajusta cada partida de ingreso por las acumulaciones relacionadas y, supuestamente, constituye un mejor procedimiento para evaluar el monto de las entradas (salidas) de efectivo de las operaciones. El procedimiento para calcular el efectivo neto mediante las actividades de inversión y financiamiento es el mismo en ambos métodos. Sólo difiere la preparación de los flujos netos de efectivo provenientes de las operaciones.

Preparación del estado de flujos de efectivo

El estado de flujos de efectivo es una combinación del estado de resultados y el balance general. Primero, el ingreso neto se ajusta por las partidas de ingresos y gastos no en efectivo para producir utilidades en efectivo, que luego se ajustan, a su vez, por el efectivo generado y usado en las transacciones del balance general para producir los flujos de efectivo de las operaciones, así como de las actividades de inversión y financiamiento.

Considérese primero el efectivo neto de las operaciones. El cálculo se efectúa como sigue:

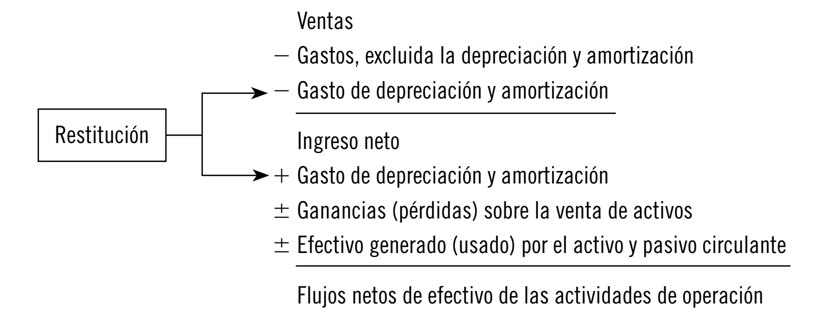
Ingreso neto
+ Gasto de depreciación y amortización
± Ganancias (pérdidas) sobre venta de activos
± Efectivo generado (usado) por el activo y pasivo circulante

Flujos netos de efectivo de las actividades de operación

El punto de partida para el estado de flujos de efectivo es el ingreso neto que primero se ajusta por el gasto no en efectivo de depreciación y amortización. Para entender mejor esta restitución, considérese que la salida de efectivo ocurre cuando se compran activos tangibles e intangibles. En seguida, el proceso de depreciación (amortización) asigna ese costo a lo largo de la vida útil de los activos para igualar el gasto contra los ingresos generados por dichos activos con los siguientes asientos contables:

Gasto de depreciación	XXX	
Depreciación acumulada		XXX
Gasto de amortización	XXX	
Activo intangible		XXX

Puesto que el estado de flujos de efectivo se centra, como su nombre lo indica, en los flujos de efectivo, es necesario eliminar estos gastos no en efectivo que se reconocen en el cálculo del ingreso neto, de ahí la restitución del gasto de depreciación y amortización. La adición del gasto de depreciación y amortización no incrementa el flujo de efectivo de operación, sino que sólo cancela el gasto restado en el cálculo del ingreso neto. Esto puede observarse con facilidad ampliando el ingreso neto como sigue:



El ingreso neto también se ajusta del mismo modo por las ganancias (pérdidas) sobre la venta de activos. Sin embargo, el propósito del ajuste no es eliminar estas ganancias (pérdidas) de inversión en su totalidad, sino sacarlas de la sección de operaciones del estado de flujos de efectivo. Las entradas de efectivo provenientes de la venta de estos activos se reflejan en los flujos netos de efectivo resultantes de las actividades de inversión.

Los ajustes finales suponen el análisis del efectivo generado y usado por los cambios en el activo y pasivo circulante. Para ver estos efectos, considérese el sencillo ejemplo de una venta de 100 dólares registrada:

Cuentas por cobrar..........	100	
Ventas		100

En el periodo de venta, el ingreso neto aumenta en 100 dólares, pero no se ha generado efectivo puesto que la cuenta aún no se ha cobrado. El estado de flujos de efectivo en este punto consigna el ingreso neto de 100 dólares y el efectivo neto proveniente de las operaciones de cero dólares como sigue:

Ingreso neto..........	100	
Gasto de depreciación y amortización	0	
Ganancias (pérdidas) sobre la venta de activos.......	0	
Cambio en las cuentas por cobrar..........	(100)	
Flujo neto de efectivo de operaciones	0	dólares

En el siguiente periodo, se cobra la cuenta y el estado de flujos de efectivo es el siguiente:

Ingreso neto..........	0	
Gasto de depreciación y amortización	0	
Ganancias (pérdidas) sobre la venta de activos.......	0	
Cambio en las cuentas por cobrar..........	100	
Flujo neto de efectivo de operaciones	100	dólares

La reducción en las cuentas por cobrar ha generado una entrada de efectivo de 100 dólares y, por lo tanto, se registra como una cantidad positiva en el estado de flujos de efectivo.

Los ajustes por cambios en las cuentas del balance general pueden resumirse como siguen:

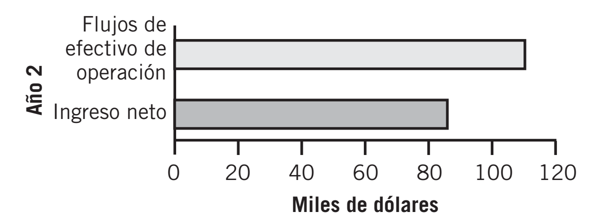
Cuenta	Aumento	Disminución
Activo	Salida de efectivo	Entrada de efectivo
Pasivo.........	Entrada de efectivo	Salida de efectivo

Una vez que se ha ajustado el ingreso neto por el gasto de depreciación y amortización y las ganancias (pérdidas) sobre la venta de activos, el paso final en la preparación de los flujos de efectivo de las operaciones es examinar los cambios en el activo (pasivo) circulante y, usando la matriz presentada anteriormente, expresar dichos cambios como entradas (salidas) de efectivo, señaladas como cantidades positivas (negativas), respectivamente.

A continuación se aplican estos conceptos en la preparación del estado de flujos de efectivo de Gould Corporation, cuyos balance general y estado de resultados se presentan en las figuras 7.1 y 7.2, respectivamente. De igual manera, se cuenta con la siguiente información adicional sobre Gould para el año 2:

1. La compañía compró un camión durante el año a un costo de 30 000 dólares, que el fabricante financió en su totalidad.
2. Durante el año, se vendió en 7 000 dólares un camión con un costo de 10 000 dólares y un valor neto en libros de 2 000 dólares. No hubo ninguna otra venta de activos depreciables.
3. Los dividendos pagados durante el año 2 ascendieron a 51 000 dólares.

Flujos de efectivo de operación e ingreso neto de Gould Corporation



El estado de flujos de efectivo de Gould se presenta en la figura 7.3. La sección de ope-

Figura 7.1

GOULD CORPORATION
Balance general comparativo
31 de diciembre de los años 2 y 1

	Año 2	Año 1	Valor absoluto de cambio
Efectivo	$ 75 000	$ 51 000	$ 24 000
Cuentas por cobrar	48 000	39 000	9 000
Inventario	54 000	60 000	6 000
Gastos prepagados	6 000	9 000	3 000
Activos de la planta	440 000	350 000	90 000
Depreciación acumulada	(145 000)	(125 000)	20 000
Activos intangibles	51 000	58 000	7 000
Total del activo	$529 000	$442 000	
Cuentas por pagar	$ 51 000	$ 56 000	5 000
Gastos acumulados	18 000	14 000	4 000
Pagaré a largo plazo	30 000	0	30 000
Hipoteca por pagar	0	150 000	150 000
Acciones preferentes	175 000	0	175 000
Acciones ordinarias	200 000	200 000	0
Utilidades retenidas	55 000	22 000	33 000
Total del pasivo y el capital	$529 000	$442 000	

ración comienza con el ingreso neto de 84 000 dólares, monto que después se ajusta por el gasto no en efectivo de depreciación y amortización. A continuación, la ganancia sobre la venta de activos se resta para reducirla a cero (el producto de la venta se reflejará en los flujos netos de efectivo de las actividades de inversión). Por último, los cambios en el activo y pasivo circulante

Figura 7.2

GOULD CORPORATION
Estado de resultados
Correspondiente al año que finalizó
el 31 de diciembre del año 2

Ventas	$660 000
Costo de las ventas	(363 000)
Utilidad bruta	297 000
Gastos de operación	(183 000)
Depreciación y amortización	(35 000)
Ganancia sobre la venta de activos	5 000
Ingreso neto	$ 84 000

Figura 7.3

GOULD CORPORATION
Estado de flujos de efectivo
Correspondiente al año que finalizó
el 31 de diciembre del año 2

Ingreso neto	$ 84 000	
Más (menos)		
Gasto de depreciación y amortización	35 000	
Ganancia sobre la venta de activos	(5 000)	
Cuentas por cobrar	(9 000)	
Inventarios	6 000	
Gastos prepagados	3 000	
Cuentas por pagar	(5 000)	
Gastos acumulados	4 000	
Flujo neto de efectivo de actividades de operación		$113 000
Compra de equipo	(70 000)	
Venta de equipo	7 000	
Flujos netos de efectivo de actividades de inversión		(63 000)
Hipoteca por pagar	(150 000)	
Acciones preferentes	175 000	
Dividendos	(51 000)	
Flujos netos de efectivo de actividades de financiamiento		(26 000)
Aumento neto en el efectivo		24 000
Efectivo inicial		51 000
Efectivo final		$ 75 000

Nota: Durante el año 2 se compraron activos con un costo de 30 000 dólares, que el fabricante financió en su totalidad.

se reflejan como entradas (salidas) de efectivo usando la matriz presentada anteriormente. Gould realizó 113 000 dólares en el flujo neto de efectivo procedente de las operaciones en el año 2.

Los flujos netos de efectivo de las actividades de inversión incluyen las compras (p) y ventas (s) de activos de la planta. Las compras se infieren de la cuenta T de activos de la planta (PP&E, de Property, plant, and equipment: inmuebles, planta y equipo):

Activos de la planta

	350 000		
(p)	100 000	10 000	(s)
	440 000		

A partir de un saldo de 350 000 dólares, PP&E se redujo en el costo del activo o los activos vendidos. Así, las compras netas (p) pueden inferirse como la cantidad necesaria para producir el saldo final de 440 000 dólares. Del aumento de 100 000 dólares en PP&E, sólo 70 000 dólares se pagaron en efectivo, ya que el remanente fue financiado por el fabricante. De este modo, el pago en efectivo de 70 000 aparece como compras en el estado de flujos de efectivo. La compra de equipo de 30 000 dólares es una actividad de inversión y financiamiento no en efectivo y no aparece en la parte principal del estado de flujos de efectivo. En vez de ello, se le cita en una nota explicativa al pie.

El asiento en el libro diario por la venta del activo es:

Efectivo	7 000	
Depreciación acumulada	8 000	
Activo (costo)		10 000
Ganancia sobre la venta		5 000

La ganancia sobre la venta de 5 000 dólares se deduce del ingreso neto para reducirla a cero en la sección de operación y los ingresos en efectivo de 7 000 dólares se registran en la sección de inversión del estado de flujos de efectivo. Los flujos netos de efectivo de las actividades de inversión reflejan una salida neta de efectivo de (63 000 dólares).

Los flujos netos de efectivo de las actividades de financiamiento reflejan cambios en las cuentas de capital y pasivo a largo plazo. Aquí se incluyen el pago de la hipoteca (150 000 dólares), la emisión de acciones preferentes (175 000 dólares) y el pago de dividendos (51 000 dólares). Los flujos netos de efectivo resultantes de las actividades de financiamiento reflejan una salida neta de (26 000 dólares).

El cambio neto en el efectivo es igual a la suma de los flujos netos de efectivo derivados de las operaciones, así como de las actividades de inversión y financiamiento.

Flujo neto de efectivo de operaciones	113 000	dólares
Flujos netos de efectivo de actividades de inversión	(63 000)	
Flujos netos de efectivo de actividades de financiamiento	(26 000)	
Cambio neto en el efectivo	24 000	
Efectivo inicial	51 000	
Efectivo final	75 000	dólares

El estado de flujos de efectivo también contiene notas explicativas en las que se detallan las actividades de inversión y financiamiento no en efectivo. En este ejemplo, lo anterior incluye la compra de un camión financiado por el fabricante.

PUNTO DE VISTA DEL ANÁLISIS ...USTED ES MIEMBRO DE LA JUNTA DIRECTIVA

Usted es miembro de una junta directiva escolar. Su distrito ha recibido aportaciones de una compañía editorial para apoyar programas educativos. En fechas recientes, un nuevo equipo de gerencia asumió el control de la compañía editorial y anunció una pérdida anual de 1.2 millones de dólares. Los flujos netos de efectivo mostraron un decremento igualmente desalentador de 1.1 millones de dólares, con decrementos en inversión y financiamiento iguales a 1.9 millones y 0.7 millones de dólares, respectivamente. La nueva gerencia le notifica a usted que las aportaciones a los programas educativos se suspenderán debido a la difícil situación financiera de la compañía, incluida la pérdida extraordinaria en este periodo de 1.3 millones de dólares. ¿Qué estrategia adopta usted?

Respuesta, página 393

Temas especiales

Esta sección presenta varias circunstancias especiales que comúnmente surgen en relación con el estado de flujos de efectivo y ameritan examinarse.

Inversiones del método de participación

En la contabilidad basada en el método de participación, el inversionista registra como ingreso su participación porcentual en el ingreso de la empresa en la que ha invertido y registra los dividendos recibidos como una reducción del saldo de inversión (véase capítulo 5). La parte de las utilidades no distribuidas es entonces ingreso no en efectivo y debe eliminarse del estado de flujos

de efectivo, dejando solamente la parte de las utilidades que se recibió en efectivo. Para lograrlo, se resta del ingreso neto la participación porcentual en las utilidades de la empresa después de deducir los dividendos recibidos. Por ejemplo, suponga que Gould Corp. tiene 40% de participación en Netcom. Inc. Netcom anuncia ingresos netos de 100 000 dólares y distribuye 60 000 como dividendos. Gould incluye 40 000 dólares ($100 000 × 40%) como utilidades de las acciones de capital sobre su inversión en el ingreso neto y reduce el saldo de inversión en 24 000 dólares (dividendos recibidos). Los 16 000 dólares de utilidades de inversión registradas, pero no recibidas en efectivo, tienen que deducirse del ingreso neto al calcular el efectivo neto recibido de las operaciones.

Adquisiciones de compañías con acciones

Cuando una compañía compra otra que tiene acciones, los activos y pasivos consolidados aumentan junto con las cuentas de capital, como se explica en el capítulo 5. Sin embargo, sólo los cambios en las cuentas del balance general que resultan de las transacciones en efectivo se registran en el estado de flujos de efectivo. Como resultado, los ajustes al balance general asentados para calcular los flujos de efectivo de operación no son iguales a los cambios en las propias cuentas del balance general. En cambio, los cambios no en efectivo en las cuentas del balance general se presentan en las notas del estado de flujos de efectivo como actividades de inversión y financiamiento no en efectivo, de manera similar a la adquisición del camión de Gould Corporation financiado por el fabricante en el ejemplo presentado anteriormente.

Costos de los beneficios postjubilación

Los planes de pensiones y otros beneficios postjubilación acumulan gastos por costos de servicio e interés, después de deducir los rendimientos esperados sobre los activos del plan, como se explica en el capítulo 3. Las aportaciones en efectivo al plan de pensiones se registran como una reducción del efectivo y un aumento en el saldo de inversión. El exceso de gasto neto en prestaciones sobre las aportaciones en efectivo a los planes fondeados, o las prestaciones en efectivo pagadas directamente de los fondos de la empresa (en el caso de planes de **beneficios** postjubilación no fondeados), debe añadirse al ingreso neto al calcular los flujos netos de efectivo de las actividades de operación.

Bursatilización de las cuentas por cobrar

Las empresas usan cada vez más la **bursatilización** de las cuentas por cobrar a través de entidades para propósitos especiales (SPE, siglas de Special purpose entities) como método para mejorar los flujos de efectivo (véase capítulo 3). La **bursatilización** implica la transferencia de cuentas por cobrar a una SPE que las compra con el producto de los bonos vendidos en los mercados de capital. Las compañías explican la reducción en las cuentas por cobrar como un aumento en el flujo de efectivo de las operaciones puesto que se relaciona con un activo circulante. Es necesario que los analistas tengan conocimiento del origen de las reducciones en las cuentas por cobrar y se pregunten si éstas representan una verdadera mejoría en el desempeño de operación, o un endeudamiento disfrazado.

Método directo

El **método directo** (o de **entradas y salidas**) manifiesta las entradas brutas en efectivo y los desembolsos de efectivo relacionados con las operaciones; en esencia, ajustando cada partida del estado de resultados de acumulación a la base de efectivo. La mayoría de los que respondieron al *Anteproyecto de exposición (Exposure Draft)* de la norma de contabilidad antes de que se implantaran los requisitos actuales para informar sobre los flujos de efectivo, en particular los acreedores, prefirieron el método directo. El método directo expresa los montos totales de efectivo que entran y salen de una empresa, procedentes de las actividades de operación. Esto ofrece a la mayoría de los analistas un mejor procedimiento para evaluar con facilidad la cantidad de entradas y

salidas de efectivo sobre las cuales la gerencia tiene facultades discrecionales. Los riesgos para los prestamistas son de manera característica mayores por las fluctuaciones en los flujos de efectivo de las operaciones en comparación con las fluctuaciones en el ingreso neto. La información sobre los montos individuales de los ingresos y pagos en efectivo de las operaciones es importante para evaluar dichas fluctuaciones y riesgos. Estas consideraciones analíticas importantes convencieron al principio a los reguladores de que debía imponerse el método directo para declarar los flujos de efectivo. Sin embargo, y debido en parte a que las personas encargadas de preparar la información aseguraron que este método requiere costos de elaboración excesivos, los reguladores decidieron sólo promover el método directo y aceptar el método indirecto. Cuando las compañías declaran utilizando el método directo, tienen que mostrar la conciliación del ingreso neto con los flujos de efectivo de las operaciones (el método indirecto) en una tabla por separado.

Conversión del método indirecto al directo

Ahora se enseña cómo convertir los flujos de efectivo de las operaciones manifestadas según el método indirecto en el método directo. La precisión de la conversión depende de los ajustes efectuados usando datos disponibles en registros contables externos. El método de conversión que se describe resulta preciso de manera satisfactoria para la mayoría de los propósitos analíticos.

La conversión del sistema indirecto en el directo se ilustra en la figura 7.4, usando valores de Gould Corporation. Se empieza por desagregar el ingreso neto (84 000 dólares) en ingresos totales (660 000 dólares) y gastos totales (576 000 dólares). A continuación, los ajustes de conversión se aplican a las categorías pertinentes de ingresos o gastos. A partir de estos ajustes se elabora la representación gráfica propia del método directo de los flujos de efectivo de las operaciones de Gould Corporation. La ganancia resultante de la venta de equipo (transferida a actividades de inversión) se omite en la presentación del método directo.

Figura 7.4 ***Flujos de efectivo procedentes de la sección de operaciones***

GOULD CORPORATION
Flujos de efectivo de las operaciones
Correspondientes al año que finalizó
el 31 de diciembre del año 2
(miles de dólares)

Flujos de efectivo de actividades de operación	
Entradas en efectivo de los clientes[a]	$651 000
Pagos en efectivo para inventarios[b]	(362 000)
Pagos en efectivo para gastos de operación[c]	(176 000)
Flujos netos de efectivo de las operaciones	$113 000

Cálculos
[a]Ventas de 660 000 dólares menos aumento en cuentas por cobrar de 9 000 dólares
[b]Costo de bienes vendidos de 363 000 dólares menos disminución en inventarios de 6 000 dólares más disminución en cuentas por pagar de 5 000 dólares.
[c]Gastos generales, de venta y administrativos de 218 000 dólares menos (no en efectivo) depreciación y amortización de 35 000 dólares, menos disminución en gastos prepagados de 3 000, menos aumento en gastos acumulados de 4 000 dólares.

PUNTO DE VISTA DEL ANÁLISIS ...USTED ES EL INVERSIONISTA

Usted está considerando invertir en D. C. Bionics. Hace unas horas, D. C. Bionics anunció una pérdida anual de 6 millones de dólares; sin embargo, los flujos netos de efectivo ascendieron a un total positivo de 10 millones de dólares. ¿Cómo son posibles estos resultados?

Respuesta, página 393

IMPLICACIONES DE LOS FLUJOS DE EFECTIVO PARA EL ANÁLISIS

La información sobre los flujos de efectivo tiene varias consecuencias para el análisis financiero. Las implicaciones más notables se explican en esta sección.

Limitaciones en los informes del flujo de efectivo

A continuación se señalan algunas limitaciones de los informes actuales del flujo de efectivo:

- En la práctica, no se requiere la declaración por separado de los flujos de efectivo relativos a las partidas extraordinarias, o las operaciones discontinuadas.
- Los intereses y dividendos recibidos y los intereses pagados se clasifican como flujos de efectivo de operación. Muchos usuarios consideran que los intereses pagados son un desembolso de financiamiento, y que los intereses y dividendos recibidos constituyen entradas de efectivo provenientes de las actividades de inversión.
- El impuesto sobre la renta se clasifica como flujo de efectivo de operación. Esta clasificación distorsiona el análisis de cada una de las tres actividades si se les atribuyen a éstas beneficios o costos fiscales considerables de manera desproporcionada.
- La eliminación de las ganancias o pérdidas antes de impuestos (en lugar de después de impuestos) sobre la venta de planta y equipo o las inversiones de las actividades de operación, distorsiona tanto el análisis de las actividades de operación como el de las actividades de inversión. Esto se debe a que los impuestos relacionados con esas actividades *no* se eliminan, sino que se dejan en el gasto total de impuestos entre las actividades de operación.

Interpretación de los flujos de efectivo y el ingreso neto

El análisis de Gould Corporation se centró en los dos principales estados financieros dirigidos a las actividades de operación: el estado de flujos de efectivo y el estado de resultados. A pesar de los mejores esfuerzos de los profesionales por explicar la utilidad combinada de ambos estados de operación, no todos los usuarios comprenden la doble función informativa de los flujos de efectivo y la acumulación de ingreso neto. Un malentendido recurrente entre los usuarios es el significado del término *operaciones* y, también, la importancia comparativa de los flujos de efectivo y la acumulación de ingreso neto para comprender las actividades de operación. Dicho de manera más sencilla, ¿qué conocimientos aportan estos dos estados financieros para entender mejor las actividades de operación?

Como ayuda para entender mejor la utilidad combinada de ambos estados de operación, regrésese al análisis de Gould Corporation. La figura 7.5 presenta las cantidades, lado a lado, de ambos estados e indica los objetivos de la medición de los mismos. Se observa que la función de un estado de resultados es medir la rentabilidad de la empresa en

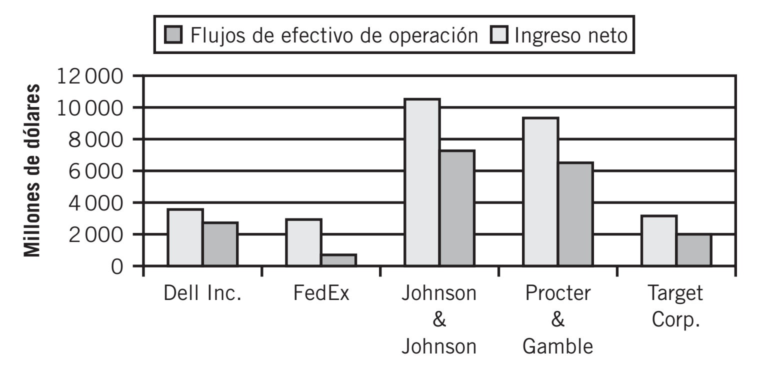


Figura 7.5

GOULD CORPORATION
Comparación entre acumulaciones y efectivo

	Estado de resultados	Flujos de efectivo de operación	
Ventas	$660 000	$651 000	Cobranza de efectivo a clientes
Ganancia sobre venta de activo	5 000		
	665 000	651 000	Total de cobranzas en efectivo
Costo de los bienes vendidos	(363 000)	(362 000)	Pagos a proveedores
Gastos de operación	(183 000)	(176 000)	Pagos para cubrir gastos
Depreciación y amortización	(35 000)		
Ingreso neto	$ 84 000	$113 000	Efectivo de las operaciones

un periodo. El estado de resultados registra los ingresos cuando se ganan y los gastos cuando se incurre en ellos. Ningún otro estado mide la rentabilidad de esa manera. Sin embargo, el estado de resultados *no* muestra cuándo se producen las entradas y salidas de efectivo ni el efecto de las operaciones en la liquidez y solvencia. Esta información se presenta en el estado de flujos de efectivo, que se muestra por separado para las actividades de operación, inversión y financiamiento.

Los flujos de efectivo procedentes de las operaciones constituyen una visión más amplia de las actividades de operación que el ingreso neto. De igual manera, abarcan todas las actividades relacionadas con la obtención de utilidades de una empresa. Esta medición no sólo se refiere a los ingresos y gastos, sino también a la demanda de efectivo de estas actividades. Los flujos de efectivo de las operaciones incluyen invertir en cuentas por cobrar de los clientes e inventarios, así como el financiamiento proporcionado por los proveedores de bienes y servicios. Esta diferencia se pone de manifiesto en la figura 7.5 donde se llega a las entradas y desembolsos de efectivo de operación por medio del análisis de los cambios en los activos y pasivos de operación para ajustar las partidas del estado de resultados. El flujo de efectivo de las operaciones se centra en el aspecto de la liquidez en las operaciones. *No* es una medida de la rentabilidad porque no incluye costos importantes, como el uso de activos de larga vida en las operaciones ni ingresos como el capital no en efectivo de las utilidades de las subsidiarias o filiales no consolidadas.

Se debe tener presente que una medición *neta,* trátese del ingreso neto o de los flujos de efectivo de las operaciones, tiene utilidad limitada. Ya sea que el propósito del análisis sea la evaluación del desempeño anterior o la predicción del desempeño futuro, la clave es la información sobre los **componentes** de estas mediciones netas. En la exposición del capítulo 11 se hace hincapié en la evaluación del desempeño operativo, y en que la capacidad futura para generar utilidades no depende del ingreso neto, sino de sus componentes.

Las acumulaciones contables que determinan el ingreso neto dependen de estimados, aplazamientos, asignaciones y valuaciones. Estas consideraciones permiten a veces más subjetividad que los factores que determinan los flujos de efectivo. Por esta razón, a menudo se relacionan los flujos de efectivo de las operaciones con el ingreso neto para evaluar su calidad. Algunos usuarios consideran que las utilidades son de alta calidad cuando la proporción de los flujos de efectivo de las operaciones dividida entre el ingreso neto es mayor. Lo anterior se deriva de un interés por los criterios de reconocimiento de los ingresos o la acumulación de gastos que producen un alto ingreso neto, pero flujos de efectivo bajos. Los flujos de efectivo de las operaciones sirven de hecho como una comprobación de los ingresos netos, pero no los sustituyen. Los flujos de

Investigación del análisis

UTILIDAD DE LOS FLUJOS DE EFECTIVO

¿Son las mediciones del flujo de efectivo útiles para los usuarios de los estados financieros? ¿Ofrecen las mediciones del flujo de efectivo información adicional más allá de las mediciones de acumulación? ¿Reaccionan los mercados bursátiles ante la información de los flujos de efectivo? La investigación sobre el análisis aporta conocimiento valioso para responder estas preguntas importantes. Varios estudios con usuarios distinguen un giro en el mercado que se aparta de las mediciones tradicionales de acumulación, como el ingreso neto, y favorece las mediciones de los flujos de efectivo, que se usan cada vez para análisis de crédito, pronósticos de quiebra, asignación de plazos de préstamos, evaluaciones de la calidad de las utilidades, proyecciones de solvencia y establecimiento de políticas de dividendos y expansión. Los usuarios de estas mediciones incluyen inversionistas, analistas, acreedores, auditores, y gerencia.

Los estudios de los mercados de capital ofrecen pruebas que concuerdan con el uso de las mediciones de los flujos de efectivo. Para ser precisos, los flujos de efectivo procedentes de las operaciones explican los cambios en los precios de las acciones más allá de lo que puede explicar el ingreso neto. La investigación también deja ver que la utilidad de las mediciones del flujo de efectivo depende de la empresa y de las condiciones económicas imperantes. Los hechos indican que los *componentes* de los flujos de efectivo, y no la cifra agregada, son lo que determina el grado de utilidad de los datos del flujo de efectivo.

efectivo de las operaciones incluyen un elemento de financiamiento y son útiles para evaluar y proyectar tanto la liquidez a corto plazo como la solvencia a largo plazo.

Los flujos de efectivo de las operaciones excluyen, por definición, los elementos de ingresos y gastos que no afectan actualmente el efectivo. El análisis de las operaciones y la rentabilidad no debe continuar sin tomar en consideración estos elementos. Tanto el estado de resultados como el estado de flujos de efectivo están diseñados para satisfacer diferentes necesidades de los usuarios. El estado de resultados usa la contabilidad basada en acumulaciones para reconocer los ingresos ganados y los gastos incurridos. Los flujos de efectivo de las operaciones presentan los ingresos recibidos en efectivo y los gastos pagados. No es cuestión de que un estado financiero sea superior al otro, sino de las necesidades inmediatas que se tengan en cuanto a análisis. El uso de estos estados financieros exige tener presentes los objetivos y las limitaciones de cada uno de ellos.

EXTRACTO DEL ANÁLISIS

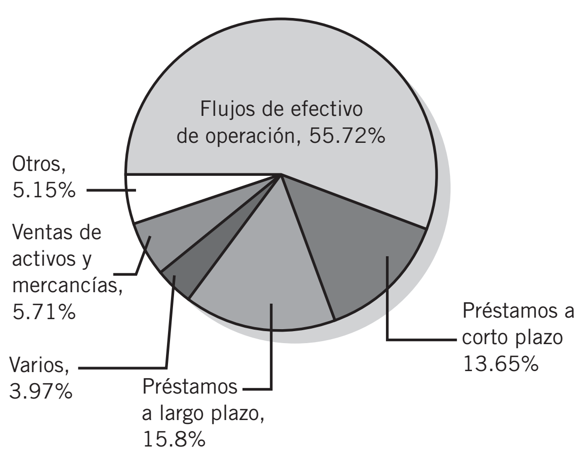
Coca-Cola lanzó al mercado en fechas recientes una cuantiosa oferta inicial de acciones, no con base en mediciones tradicionales como la razón precio a utilidades (que era casi de 100), sino en los flujos de efectivo de operación (específicamente, utilidades antes de impuestos, depreciación, intereses y amortización del crédito mercantil). Esta última medición superó considerablemente al ingreso neto, que estaba deprimido debido a cargos fuertes no en efectivo.

ANÁLISIS DE LOS FLUJOS DE EFECTIVO

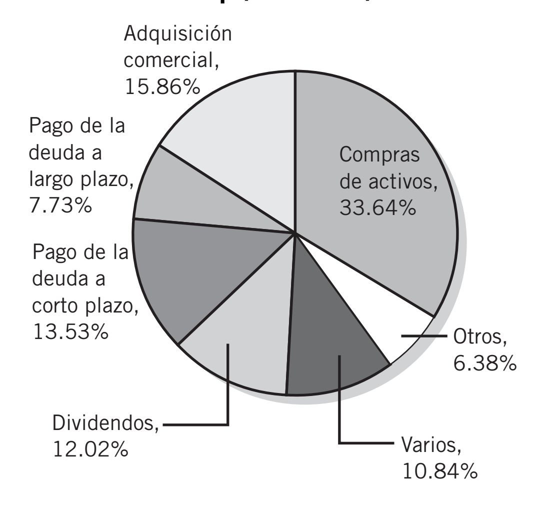
En virtud de que las condiciones varían de una empresa a otra, es difícil formular un análisis estándar de los flujos de efectivo. No obstante, existen ciertos factores comunes. Primero, el análisis tiene que establecer las principales fuentes pasadas de efectivo y sus usos. Un análisis porcentual del estado de flujos de efectivo ayuda en esta evaluación. Al calcular las tendencias, es útil totalizar las principales fuentes y usos del efectivo a lo largo de un periodo de algunos años, ya que los periodos de informe anuales o trimestrales a menudo son demasiado cortos para hacer inferencias significativas. Por ejemplo, el financiamiento de proyectos importantes a menudo abarca varios años. Al evaluar las fuentes y los usos del efectivo, el analista debe centrarse en preguntas como:

- ¿Las sustituciones de activos se financian con fondos internos o externos?
- ¿Cuáles son las fuentes de financiamiento de ampliaciones y adquisiciones de empresas?

Principales fuentes de efectivo en Campbell Soup (años 6-11)



Principales usos del efectivo en Campbell Soup (años 6-11)



- ¿La compañía depende del financiamiento externo?
- ¿Cuáles son las demandas y oportunidades de inversión de la compañía?
- ¿Cuáles son las necesidades y los tipos de financiamiento?
- ¿Las políticas empresariales (como los dividendos) son muy sensibles a los flujos de efectivo?

Análisis de caso de los flujos de efectivo de Campbell Soup

A continuación se explica el análisis de los estados de flujo de efectivo de años anteriores de Campbell Soup Company, que aparecen en el caso exhaustivo que viene en seguida del capítulo 11. El análisis abarca el periodo de seis años que finalizó el 28 de julio del año 11. La figura CC.10 presenta estos estados en formato porcentual.

El análisis de estos estados revela varias cosas. Durante este periodo de seis años, las principales fuentes de efectivo son las operaciones (3 010 millones de dólares), la deuda a largo plazo (854 millones de dólares) y la deuda a corto plazo (737 millones de dólares); consúltese la figura CC.4 y los estados financieros de Campbell en el apéndice A. Los principales usos son: compras de planta y equipo (después de deducir las ventas) por 1 647 millones de dólares, adquisiciones comerciales (después de deducir las ventas) por 718 millones de dólares, y dividendos en efectivo por 649 millones de dólares. Durante este periodo de seis años, el efectivo y los equivalentes de efectivo aumentaron 24 millones de dólares. Las fuentes de efectivo de las operaciones como porcentaje de las fuentes totales promedian 55.7%, y el punto más bajo de 31.3% se ubica en el año 9 (véase figura CC.10). El año 11 es el más rentable de los seis y refleja una recuperación después de dos años de mal desempeño y actividades de reestructuración. Durante este periodo de seis años, el efectivo proveniente de las operaciones cubrió el efectivo neto utilizado en las actividades de inversión y casi todos los dividendos pagados. Los flujos de efectivo están parcialmente aislados de la baja pronunciada en las utilidades durante los años 9 y 10 porque los cargos de reestructuración de 682 millones de dólares no supusieron desembolsos de efectivo.

Inferencias del análisis de los flujos de efectivo

El caso de Campbell Soup ilustra la gama de información útil que se deriva de este tipo de análisis. Luego, un análisis general de los estados financieros corrobora o refuta las inferencias del análisis de los flujos de efectivo.

Por otra parte, es posible hacer generalizaciones válidas sobre las inferencias potenciales del análisis del estado de flujos de efectivo. Primero, el análisis del estado de flujos de efectivo permite evaluar la calidad de las decisiones de la gerencia a través del tiempo y su efecto en los resultados de operación y la posición financiera de la compañía. Cuando el análisis abarca un periodo más largo, genera juicios para evaluar el éxito de la gerencia en responder a las cambiantes condiciones comerciales y la capacidad de ésta para aprovechar las oportunidades y superar las adversidades.

Las inferencias del análisis de los flujos de efectivo incluyen averiguar dónde comprometió la gerencia los recursos, dónde redujo las inversiones, de dónde se derivó el efectivo adicional, y dónde se redujeron las obligaciones de la compañía. Las inferencias también se refieren a la disposición de las utilidades y la inversión de flujos de efectivo discrecionales. El análisis también

permite inferir el tamaño, la composición, el patrón y la estabilidad de los flujos de efectivo de operación.

Anteriormente se describieron las pautas o patrones de los flujos de operación de una compañía. El ciclo de operación (capítulo 4) describe la inversión de efectivo a corto plazo en inventarios, el aumento en las cuentas por cobrar que surge de la venta de éstos y la recuperación del efectivo a medida que se cobran las cuentas por cobrar. La inversión en activos de operación a largo plazo, como inmuebles, planta y equipo, sigue un ciclo mucho más prolongado. Finalmente, todos los usos productivos del efectivo influyen en el proceso de venta y se convierten en cuentas por cobrar o en efectivo. Las operaciones rentables producen recuperaciones de efectivo superiores a las cantidades invertidas y, en consecuencia, aumentan las entradas de efectivo. Las pérdidas producen el efecto contrario.

Es necesario examinar los componentes de los flujos de efectivo de operación. Los componentes suelen arrojar pistas importantes sobre la estabilidad de las fuentes de efectivo. Por ejemplo, los aumentos en los flujos de efectivo de operación que resultan de la bursatilización de las cuentas por cobrar, o de la reducción en los inventarios, no son por lo general una fuente confiable de efectivo. Esto se debe a que las entradas de efectivo provenientes de la reducción continua de las cuentas por cobrar son limitadas. De igual modo, aunque es posible reducir el exceso en los inventarios sin producir efectos perjudiciales, en algún momento las reducciones en los inventarios afectan negativamente las ventas y es necesario gastar dinero para reabastecer el inventario.

Los ingresos en los flujos de efectivo de operación que provienen de los incrementos en el pasivo circulante tampoco son, por lo general, una fuente sustentable de entradas de efectivo. Por ejemplo, las empresas pueden apoyarse en los proveedores (aumentar las cuentas por pagar a proveedores) para incrementar el flujo de efectivo de operación. Sin embargo, en cierto momento los proveedores responderán cargando costos más altos o interrumpiendo los embarques de productos (recuérdese que incurren en costos más altos y flujos de efectivo de operación más bajos a medida que aumenta el nivel de las cuentas por cobrar). De manera semejante, las acumulaciones representan pasivos sin pagar que se han registrado actualmente como un gasto. Los salarios acumulados tienen que pagarse, lo mismo que los pagos de alquiler acumulados y así sucesivamente. Los aumentos en las acumulaciones de modo característico representan un aplazamiento a corto plazo de un desembolso de efectivo.

Mediciones alternativas del flujo de efectivo

En ocasiones, los usuarios calculan el **ingreso neto más depreciación y amortización** como un sustituto elemental del flujo de efectivo de operación. Una variante de esta medición es la popular EBITDA (siglas de Earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization: utilidades antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización). Sin embargo, esta medición entraña varios problemas:

1. La restitución de la depreciación a veces se interpreta con el significado de que el gasto no es legítimo. Esto no es correcto. El agotamiento de los activos depreciables a largo plazo es un gasto real que no debe pasarse por alto.
2. Algunos interpretan que la restitución de la depreciación indica que se ha proporcionado efectivo para el reabastecimiento de activos a largo plazo. También esto es incorrecto. La restitución del gasto de depreciación no genera efectivo. Simplemente reduce a cero el gasto no en efectivo del ingreso neto como se explica anteriormente. Las actividades de operación y financiamiento proporcionan el efectivo, y no la depreciación.
3. El ingreso neto más la depreciación es una medición que pasa por alto los cambios en las cuentas del capital de trabajo, que comprenden el resto de los flujos netos de efectivo procedentes de las actividades de operación. Sin embargo, los cambios en las cuentas del capital de trabajo a menudo abarcan una gran parte de los flujos de efectivo de las actividades de operación. El examen de los componentes del capital de trabajo ayuda a entender la persistencia de los flujos de efectivo de operación, como se explica en la sección anterior.

El exceso de simplificación de los flujos de efectivo de operación originado por el uso del ingreso neto más depreciación, las EBITDA, o indicadores por el estilo, interpreta de manera equivocada

el carácter del gasto de depreciación y pasa por alto información interesante que se pone de manifiesto con el examen de los cambios en las cuentas del capital de trabajo.

Condiciones de la empresa y económicas

El balance general describe los activos de una empresa en un momento dado y la manera en que se financian dichos activos. El estado de resultados presenta los resultados de las operaciones durante un cierto periodo. El ingreso aumenta los activos, incluido el activo en efectivo y no en efectivo (tanto circulante como no circulante). Los gastos son el consumo de los activos (o el incurrir en pasivos). En consecuencia, el ingreso neto está ligado a los flujos de efectivo por los ajustes en las cuentas del balance general.

Es posible que a una empresa rentable le resulte difícil cumplir con sus obligaciones actuales y necesite dinero en efectivo para una ampliación. El éxito derivado del aumento en las ventas puede producir problemas de liquidez y restringir el efectivo debido a la creciente base de activos. En consecuencia, podría haber insuficiencia de efectivo para cubrir las obligaciones que están a punto de vencerse. También es importante distinguir el desempeño a través de las actividades empresariales. Es importante en particular separar el desempeño de operación y la rentabilidad de las actividades de inversión y financiamiento. Todas las actividades son esenciales y están interrelacionadas, pero no son idénticas y se reflejan en aspectos diferentes de una compañía. El estado de flujos de efectivo revela las implicaciones de las actividades lucrativas para el efectivo. Señala los activos adquiridos y cómo se financian. Describe en qué difieren el ingreso neto y los flujos de efectivo de las operaciones. La capacidad de generar flujos de efectivo a partir de las operaciones es vital para la salud financiera. Ninguna empresa sobrevive a la larga sin generar efectivo de las operaciones. Sin embargo, es necesario interpretar con cuidado los flujos de efectivo y las tendencias, así como comprender las condiciones económicas.

Aunque tanto las empresas prósperas como las que no lo son experimentan problemas con los flujos de efectivo de las operaciones, las razones son marcadamente diferentes. Una compañía próspera que enfrenta inversiones crecientes en cuentas por cobrar e inventarios para satisfacer la creciente demanda de los clientes a menudo experimenta un crecimiento en la rentabilidad que le es útil para obtener financiamiento adicional, tanto de proveedores de deuda como de capital. Esta rentabilidad (ingreso acumulado positivo) produce a la larga flujos de efectivo positivos. Una compañía que no tiene éxito experimenta escasez de efectivo por causa de la lentitud de la rotación de las cuentas por cobrar y los inventarios, las pérdidas en operaciones, y las combinaciones de éstos y otros factores. La empresa en malas condiciones puede incrementar los flujos de efectivo reduciendo las cuentas por cobrar y los inventarios, pero, por lo general, esto se logra a costa de los servicios a los clientes, con lo que las utilidades decrecen aún más. Estos factores son síntomas de crisis actuales y futuras y déficit de efectivo, incluida la baja en el crédito comercial. La reducción de los flujos de efectivo en una compañía poco exitosa tiene implicaciones completamente diferentes en una empresa próspera. Incluso si un gerente que está obteniendo malos resultados pide un préstamo para compensar la baja en los flujos de efectivo de operación, los costos y los resultados del endeudamiento sólo aumentan la pérdida final. La rentabilidad es la variable fundamental; sin ella, la compañía está condenada al fracaso.

También deben interpretarse los cambios en las partidas del capital de trabajo de operación a la luz de las circunstancias económicas. Un aumento en las cuentas por cobrar implica el aumento de la demanda de productos por parte de los consumidores, o señala la incapacidad de cobrar de manera oportuna las cantidades adeudadas. De igual modo, un aumento en el inventario (y en particular en las materias primas) significa que se prevén aumentos en la producción como respuesta a la demanda de los consumidores, o bien pone de manifiesto la incapacidad de prever con exactitud la demanda o de vender los productos (en particular si ha aumentado el inventario de productos terminados).

Las condiciones inflacionarias se suman a las cargas y los retos financieros de las empresas. Los desafíos más importantes incluyen la sustitución de los activos de la planta, el aumento de las inversiones en inventarios y cuentas por cobrar, y las políticas de dividendos basadas en las

utilidades que no toman en cuenta los costos actuales de los recursos empleados en las operaciones. Aunque las decisiones gerenciales no se basan necesariamente en los estados financieros, no es posible descartar la importancia y las implicaciones de éstos. El estado de flujos de efectivo sirve para informarse sobre los efectos, en moneda corriente, de cómo la gerencia se maneja en condiciones de inflación. Lo anterior lleva a concentrarse en los flujos de efectivo procedentes de las operaciones después de los gastos de capital y los dividendos.

Flujo libre de efectivo

Un derivado analítico útil del estado de flujos de efectivo es el cálculo del **flujo libre de efectivo**. Como ocurre con otras mediciones analíticas, es necesario prestar atención a los componentes del cálculo. Las razones no expresadas para dar a conocer los componentes usados en el cálculo del flujo libre de efectivo pueden afectar a veces la utilidad de éste. Aunque no se ha llegado a ningún acuerdo sobre su definición exacta, una de las mediciones más útiles del flujo libre de efectivo es:

Flujos de efectivo de las operaciones
— Gastos netos de capital requeridos para mantener la capacidad productiva
— Dividendos sobre las acciones ordinarias y preferentes (suponiendo una política de liquidación)

Flujo libre de efectivo (FCF, siglas de Free cash flow)

Otra definición que se usa comúnmente y parecida en concepto es: FCF = NOPAT – Cambio en NOA. Esta definición define los flujos libres de efectivo para la empresa como la utilidad neta de operación después de impuestos (NOPAT, siglas de Net operating profits after tax) menos el incremento en los activos netos de operación (NOA, siglas de Net operating assets). El incremento en NOA incluye el cambio en el capital de trabajo por los flujos netos de efectivo de las operaciones y el incremento en los activos de operación a largo plazo (de manera semejante al segundo renglón de la fórmula presentada líneas atrás). Sin embargo, la atención se centra en la compañía en conjunto, sin tomar en cuenta el financiamiento. En consecuencia, los dividendos (una actividad de financiamiento) no se toman en consideración.

Un flujo libre de efectivo positivo refleja el monto disponible para actividades empresariales después de las provisiones destinadas a los requisitos de financiamiento e inversión para mantener la capacidad productiva en los niveles actuales. El crecimiento y la flexibilidad financiera dependen del flujo libre de efectivo adecuado. Es preciso observar que la cantidad de gastos de capital necesaria para mantener la capacidad productiva por lo general no se revela. Más bien, forma parte del gasto total de capital, el cual sí se da a conocer, pero puede incluir desembolsos para la ampliación de la capacidad productiva. Resulta problemático separar los gastos de capital entre estos dos componentes. El estado de flujos de efectivo no separa los gastos de capital en los componentes de mantenimiento y ampliación.

PUNTO DE VISTA DEL ANÁLISIS ***...USTED ES EL ANALISTA DE CRÉDITO***

Usted es un analista de crédito en una empresa calificadora de compañías industriales. Una compañía que usted está calificando tiene un historial probado de 1) flujos netos de efectivo positivos y 2) flujos de efectivo de las operaciones positivos. Sin embargo, el flujo neto de efectivo se ha vuelto negativo últimamente y usted espera que así continúe en el futuro próximo. ¿Debe cambiar su calificación de crédito de la compañía?

Respuesta, página 393

Los flujos de efectivo como elementos de validación

El estado de flujos de efectivo es útil para pronosticar los resultados de operación con base en la capacidad productiva adquirida y planeada. También sirve para evaluar la ampliación futura de la capacidad de una empresa, sus necesidades de capital y las fuentes de entrada de efectivo. El estado de flujos de efectivo es un puente imprescindible entre el estado de resultados y el balance general. Presenta las entradas y salidas de efectivo de una compañía, así como la capacidad de ésta de cumplir con sus obligaciones actuales. Además, el estado de flujos de efectivo proporciona indicios importantes sobre:

- La factibilidad de financiar los gastos de capital.
- Las fuentes de efectivo para financiar ampliaciones.
- Dependencia del financiamiento externo (pasivo en comparación con capital).
- Políticas de dividendos en el futuro.
- Capacidad de satisfacer las necesidades de servicio de la deuda.
- Flexibilidad financiera ante necesidades y oportunidades no previstas.
- Prácticas financieras de administración.
- Calidad de las utilidades.

El estado de flujos de efectivo es útil para identificar expectativas o resultados de operación engañosos o erróneos. En el capítulo 11 se hace una exposición más detallada de la calidad de las utilidades y la utilidad de los flujos de efectivo como elementos de validación. No obstante, como sucede con otros estados financieros, el de flujos de efectivo es una fuente confiable y verosímil de las acciones e intenciones de una empresa, mucho más que los pronósticos y los comunicados de prensa de la gerencia.

Debe tenerse cuidado al examinar las relaciones entre las partidas de un estado de flujos de efectivo. Ciertas transacciones están relacionadas; por ejemplo, la compra de activos mediante la emisión de deuda. Sin embargo, el análisis no debe inferir relaciones entre las partidas donde no existen. Un cambio en el efectivo, ya sea positivo o negativo, no puede juzgarse exclusivamente con base en el estado de flujos de efectivo. Debe analizarse en relación con otras variables de la estructura financiera y los resultados de operación de la empresa. Por ejemplo, un aumento en el efectivo puede ser la consecuencia de sacrificar la capacidad futura de la compañía para generar utilidades por la venta de activos valiosos, o de contraer deudas a altos costos o en condiciones desfavorables. Las relaciones entre las partidas de los estados financieros y sus implicaciones son importantes para la confiabilidad del análisis.

RAZONES ESPECIALIZADAS DEL FLUJO DE EFECTIVO

Las dos siguientes razones suelen ser útiles para analizar el flujo de fondos de una empresa.

Razón de suficiencia del flujo de efectivo

La **razón de suficiencia del flujo de efectivo** es una medida de la capacidad de la empresa de generar efectivo suficiente a partir de las operaciones para cubrir los gastos de capital, las inversiones en inventarios y los dividendos en efectivo. Para eliminar las influencias cíclicas y aleatorias, típicamente se usa un total de tres años para calcular esta razón. La razón de suficiencia del flujo de efectivo se calcula así:

$$\frac{\text{Suma de tres años de efectivo de las operaciones}}{\text{Suma de tres años de gastos de capital, adiciones a inventarios y dividendos en efectivo}}$$

La inversión en otras partidas importantes del capital de trabajo, como las cuentas por cobrar, se omite porque dicha inversión se financia sobre todo con crédito a corto plazo (como el crecimiento en las cuentas por pagar). En consecuencia, sólo se incluyen las adiciones a los inventarios. Obsérvese que en los años en que los inventarios disminuyen, el cambio a la baja se trata como un cambio cero al calcular la razón.

Usando los datos de los estados financieros de Campbell Soup Company reproducidos en el apéndice A, la razón de suficiencia del flujo de efectivo (a tres años) se calcula de la siguiente manera:

$$\frac{\$1\,610.9^{(a)}}{\$1\,390.3^{(b)} + \$113.2^{(c)} + \$348.5^{(d)}} = 0.87$$

[a]Efectivo de operaciones − partida **64**.
[b]Adiciones de inmuebles − partidas **65** y **67**.
[c]Adiciones a inventario − partida **62**.
[d]Dividendos en efectivo − partida **77**.

La interpretación correcta de la razón de suficiencia del flujo de efectivo es importante. Una razón de 1 indica que la compañía cubrió exactamente las necesidades de efectivo sin necesidad de financiamiento externo. Una razón por debajo de 1 deja entrever que las fuentes internas de efectivo fueron insuficientes para mantener los dividendos y los niveles actuales de crecimiento de las operaciones. En el caso de Campbell Soup Company, la razón indica que en los tres años que finalizaron en el año 11, los flujos de efectivo de operación de Campbell no fueron suficientes para cubrir los dividendos y el crecimiento de las operaciones. Aunque no se ilustra aquí, si se calcula una razón a seis años, se obtiene un resultado más favorable. La razón de suficiencia del flujo de efectivo también se refleja en los efectos inflacionarios por las necesidades de financiamiento de una compañía. Como sucede con otros análisis, las inferencias que se hagan a partir de esta razón deben sustentarse con análisis e investigación adicionales.

Razón de reinversión del efectivo

La **razón de reinversión del efectivo** es una medida del porcentaje de inversión en activos que representa el efectivo de operación retenido y reinvertido en la empresa tanto para sustituir activos como para financiar el crecimiento de las operaciones. Esta razón se calcula como sigue:

$$\frac{\text{Flujo de efectivo de operación – Dividendos}}{\text{Activo bruto de planta + Inversión + Otros activos + Capital de trabajo}}$$

Una razón de reinversión del orden de 7 a 11% se considera satisfactoria en términos generales. Con los estados financieros de Campbell Soup Company, a continuación se calcula la razón de reinversión del efectivo del año 11:

$$\frac{\$805.2^{(e)} - \$137.5^{(f)}}{(\$2\,921.9 + \$477.6)^{(g)} + 404.6^{(h)}\ 1\ (\$1\,518.5 - \$1\,278.0)^{(i)}} = 16.5\%$$

[e]Efectivo de operaciones, partida **64**.
[f]Dividendos en efectivo, partida **77**.
[g]Activo bruto de planta, partidas **158** a **161**; más: intangibles − partidas **163** y **164**.
[h]Otros activos, partida **39**.
[i]Total de activo circulante, partida **36**; menos: total de pasivo circulante, partida **45**.

APÉNDICE 7A. HOJA DE TRABAJO PARA EL ANÁLISIS DE LOS FLUJOS DE EFECTIVO

Este apéndice contiene una hoja de trabajo utilizable para facilitar la conversión de datos financieros al formato directo (de entradas y salidas) para los flujos de efectivo de las operaciones. Con frecuencia, se requiere convertir el formato indirecto de los flujos de efectivo de una empresa en un formato directo más útil para el análisis. En la figura 7A.1 se presenta una hoja de trabajo diseñada para simplificar esta conversión.

Figura 7.A1

HOJA DE TRABAJO PARA CALCULAR EL FLUJO DE EFECTIVO DE LAS OPERACIONES (CFO)

Presentación directa (dólares en ________)

Compañía: ________

Año finalizado ________

		AÑO		
Entradas de efectivo de operaciones				
Ventas e ingresos netos[(a)]	*1	$	$	$
Otros ingresos y entradas (véanse también los renglones 22 y 25)	*2			
(I) D en cuentas por cobrar corrientes	3			
(I) D en cuentas por cobrar a largo plazo[(b)]	4			
Otros ajustes[(c)]	5			
Total de entradas de efectivo	6			
Desembolsos de efectivo para operaciones				
Gastos totales (incluyen intereses e impuestos)[(a)]	*7			
Menos gastos y pérdidas que no se reflejan en el efectivo:				
Depreciación y amortización	8			
Impuestos diferidos a largo plazo	9			
Otros	10			
Otros	11			
Otros	12			
Cambios en el activo y pasivo circulante de operación				
I (D) en inventarios	13			
I (D) en gastos prepagados	14			
(I) D en cuentas por pagar	15			
(I) D en impuestos por pagar	16			
(I) D en acumulaciones	17			
I o D otros	18			
I o D otros	19			
I o D en cuentas a largo plazo[(b)]	20			
Total de desembolsos de efectivo[(d)]	21			
Dividendos recibidos				
Capital en ingresos de filiales no consolidadas	*22			
Menos capital no distribuido en ingreso de filiales	23			
Dividendos de filiales no consolidadas	24			
Otras entradas (salidas) de efectivo[(e)]	*25			
Descripción ________ [(a)]	25			
________ [(a)]	25			
Total del flujo de efectivo de las operaciones[(f)]	26			

Explique en notas al pie todas las cantidades que son compuestas o que no se explican por sí solas. Indique todos los orígenes de las cifras. I (D) se refiere a aumentos (disminuciones) en las cuentas.

** La suma de los cinco renglones marcados con asteriscos debe ser igual al ingreso neto manifestado en el estado de resultados.*

[(a)] Incluido el ajuste (bruto) de ingresos y gastos de operaciones discontinuadas aclaradas en la o las notas al pie. Describa el cálculo. Incluya otros ajustes requeridos y explique.

[(b)] Relacionadas con las operaciones; describa en notas.

[(c)] Como la eliminación de ganancias incluida arriba; describa en notas.

[(d)] Que incluya (a partir de notas aclaratorias suplementarias):

Pagos en efectivo por intereses (después de deducir cantidad capitalizada) $ ________ ________ ________

Pagos en efectivo del impuesto sobre la renta $ ________ ________ ________

*[(e)] Éstas incluyen partidas extraordinarias, operaciones discontinuadas y cualquier otra partida no incluida arriba. La cantidad del renglón 25 es después del ajuste a la base de efectivo en tanto que * se refiere a partidas incluidas en los ingresos antes de dicho ajuste. (Presente los detalles en notas.)*

[(f)] Concilie con la cantidad declarada por la empresa. Si no la manifestó, concilie con el cambio en el efectivo durante el periodo junto con las actividades de inversión y financiamiento.

RESPUESTAS DE ORIENTACIÓN PARA LOS PUNTOS DE VISTA DEL ANÁLISIS

MIEMBRO DE LA JUNTA DIRECTIVA

Lo primero que hace usted es comprobar si es verdad, como afirma la gerencia, que la empresa pasa por una situación financiera difícil. Una pérdida de 1.2 millones de dólares, junto con una disminución de 1.1 millones en los flujos netos de efectivo, evidentemente respaldan esa afirmación. Sin embargo, usted debe sospechar de los motivos de la gerencia y la aversión de ésta al activismo comunitario. En consecuencia, examina detenidamente los resultados financieros y las conclusiones ponen de manifiesto un panorama muy diferente. Observe que los flujos de efectivo de las operaciones (CFO, siglas de Cash flows from operations) aumentaron 1.5 millones de dólares ($-\$1.1 = \text{CFO} - \$1.9 - \$0.7$). Advierte que el ingreso neto *antes* de la pérdida extraordinaria es una cifra positiva de 100 000 dólares. Esta información es convincente y basta para enfrentar a la gerencia. Es probable que una discusión sensata y respetuosa dé como resultado que esta compañía reconsidere el apoyo a los programas educativos de usted.

INVERSIONISTA

Varios factores explican un aumento en los flujos netos de efectivo cuando se registra una pérdida. Las posibilidades incluyen: 1) reconocimiento temprano de los gastos en relación con los ingresos generados (como los de investigación y desarrollo), 2) contratos valiosos de venta a largo plazo que aún no se reconocen en los ingresos, 3) emisiones de títulos de deuda, o de acciones de capital para financiar ampliaciones, 4) venta de activos, 5) pagos retrasados de efectivo, y 6) prepago de ventas. Es necesario que el análisis de D.C. Bionics se centre en los componentes tanto del ingreso neto como de los flujos netos de efectivo, así como en las implicaciones de estos componentes para el desempeño en el futuro.

ANALISTA DE CRÉDITO

La baja en el flujo libre de efectivo es una señal ominosa. El flujo libre de efectivo es el efectivo que queda después de cubrir los compromisos necesarios para mantener las operaciones en los niveles actuales. Estos compromisos incluyen las operaciones continuas de la empresa, los pagos de intereses, los impuestos, los gastos netos de capital y los dividendos. Un flujo libre de efectivo negativo implica que la empresa tiene que vender activos o adquirir financiamiento (deuda o capital) para mantener las operaciones actuales. Un cambio considerable en el flujo libre de efectivo debe examinarse con sumo cuidado para asignar una nueva calificación crediticia.

[El superíndice ^{A} denota las asignaciones basadas en el apéndice 7A.]

PREGUNTAS

7-1. ¿Qué significa el término *flujo de efectivo?* ¿Por qué este término se presta a confusión y tergiversación?

7-2. ¿Qué información puede obtener un usuario de estados financieros del estado de flujos de efectivo?

7-3. Describa las tres actividades principales que da a conocer el estado de flujos de efectivo. Mencione ejemplos de flujos de efectivo de cada actividad.

7-4. Explique las tres categorías de ajustes que se realizan para convertir el ingreso neto en flujos de efectivo de las operaciones.

7-5. Describa los dos métodos para presentar los flujos de efectivo de las operaciones.

7-6. Compare el propósito del estado de resultados con el del flujo de efectivo de las operaciones.

7-7. Explique la importancia que tiene para el análisis el estado de flujos de efectivo. Identifique los factores que intervienen en la interpretación de los flujos de efectivo de las operaciones.

7-8. Describa el cálculo del flujo libre de efectivo. ¿Qué importancia tiene para el análisis financiero?

7-9. Enumere los puntos importantes que el estado de flujos de efectivo ofrece al análisis.

EJERCICIOS

Campbell Soup Company

EJERCICIO 7-1

Interpretación de las diferencias entre ingreso y efectivo de las operaciones

Consulte los estados financieros de **Campbell Soup Company** en el apéndice A.

Se requiere:

Explique cómo Campbell Soup Company puede tener ingresos netos de 401.5 millones de dólares y generar 805.2 millones de dólares en efectivo de las operaciones en el año 11. Explique esto de manera comprensible para una persona de negocios en general. Ilustre su explicación con referencia a las principales partidas de conciliación.

EJERCICIO 7-2
Relaciones en el estado de flujos de efectivo

Es importante que el analista comprenda las actividades que incluye el estado de los flujos de efectivo, incluida la explicación de cada uno de los elementos de aquéllas.

Se requiere:

a) La práctica requiere la clasificación de las entradas y salidas de efectivo en tres categorías. Identifique y describa dichas categorías.

b) ¿Qué actividades no en efectivo se registran en el estado de flujos de efectivos y cómo se declaran?

c) Suponga que First Corporation lo contrata como consultor para la preparación del estado de flujos de efectivo usando el método indirecto, para el año terminado el 31 de diciembre del año 8. Asesórelos respecto a cómo las siguientes partidas afectan el estado de flujos de efectivo y cómo se asientan en el estado:

1. El ingreso neto para el ejercicio fiscal anual es de 950 000 dólares, incluida una ganancia extraordinaria de 60 000 dólares.
2. El gasto de depreciación de 80 000 dólares se incluye en el estado de resultados.
3. Cuentas incobrables por 50 000 dólares se cancelan contra la provisión para cuentas incobrables. Se incluye un gasto de cuentas de cobro dudoso por 24 000 dólares en la determinación de las utilidades del año, y la misma cantidad de 24 000 dólares se suma a la provisión para cuentas incobrables.
4. Las cuentas por cobrar aumentan 140 000 dólares durante el año y los inventarios disminuyen 60 000 dólares.
5. Los impuestos pagados a los distintos niveles de gobierno ascienden a 380 000 dólares.
6. Se realiza una ganancia de 5 000 dólares en la venta de una máquina, que originalmente costó 75 000 dólares y quedan 25 000 dólares sin depreciar a la fecha de la venta.
7. El 5 de junio del año 8, se adquirieron edificios y terrenos con valor de 600 000 dólares; First Corp. entregó en pago 100 000 dólares en efectivo, 200 000 dólares en valor de mercado de sus acciones ordinarias no emitidas y un pagaré hipotecario por 300 000 dólares.
8. El 8 de agosto del año 8, First Corp. convierte 700 000 dólares, a valor nominal de sus obligaciones quirografarias convertibles a 6%, en 140 000 dólares a valor a la par de sus acciones ordinarias. Los bonos se emitieron originalmente a valor nominal.
9. El consejo de administración declara un dividendo en efectivo de 320 000 dólares el 30 de octubre del año 8, pagadero el 15 de enero del año 9, a los accionistas registrados al 15 de noviembre del año 8.
10. El 15 de diciembre del año 8, First Corp. declara una división de acciones al dos por uno, pagadera el 25 de diciembre del año 8.

EJERCICIO 7-3
Análisis de los flujos de efectivo de operación

Los siguientes datos están tomados de los registros de Saro Corporation y sus subsidiarias para el año 1:

Ingreso neto	10 000	dólares
Depreciación, agotamiento y amortización	8 000	
Venta en efectivo de inmuebles, planta y equipo (valor en libros)	1 000	
Impuesto diferido sobre la renta para el año 1 (a largo plazo)	400	
Utilidades no distribuidas de las filiales no consolidadas	200	
Amortización del descuento sobre bonos por pagar	50	
Amortización de la prima sobre bonos por pagar	60	
Disminución del activo no circulante	1 500	
Producto en efectivo del ejercicio de las opciones de acciones	300	
Aumento en las cuentas por cobrar	900	
Aumento en las cuentas por pagar	1 200	
Disminución en inventarios	850	
Aumento en dividendos por pagar	300	
Disminución en pagarés pagaderos a bancos	400	

Se requiere:

COMPROBACIÓN
CFO, 19 340 dólares

a) Determinar el monto de los flujos de efectivo procedentes de las operaciones para el año 1 (use el método indirecto)

b) En los siguientes conceptos, explique su significado e implicaciones, si las hay, en el ajuste del ingreso neto para obtener los flujos de efectivo de las operaciones.

1. Emisión de acciones en tesorería como remuneración a empleados.
2. Capitalización de los intereses incurridos.
3. Cantidad cargada al gasto de pensiones que difiere de la cantidad fondeada.

A continuación se presentan el balance general de Barrier Corporation, al 31 de diciembre del año 2 y el año 1, y el estado de resultados y utilidades retenidas para el año que finalizó el 31 de diciembre del año 2.

EJERCICIO 7-4
Derivación de los flujos de efectivo a partir de los estados financieros

BARRIER CORPORATION
Balance general
31 de diciembre de los años 2 y 1

	Año 2	Año 1	Aumento (disminución)
Activo			
Efectivo	$ 275 000	$ 180 000	$ 95 000
Cuentas por cobrar	295 000	305 000	(10 000)
Inventarios	549 000	431 000	118 000
Inversión en Ort Inc. a valor líquido	73 000	60 000	13 000
Terrenos	350 000	200 000	150 000
Planta y equipo	624 000	606 000	18 000
Depreciación acumulada	(139 000)	(107 000)	(32 000)
Crédito mercantil	16 000	20 000	(4 000)
Total del activo	$2 043 000	$1 695 000	$348 000
Pasivo y capital de los accionistas			
Cuentas por pagar	$ 604 000	$ 563 000	$ 41 000
Gastos acumulados	150 000	—	150 000
Bonos por pagar	160 000	210 000	(50 000)
Impuestos diferidos	41 000	30 000	11 000
Acciones ordinarias valor a la par 10 dls.	430 000	400 000	30 000
Capital pagado adicional	226 000	175 000	51 000
Utilidades retenidas	432 000	334 000	98 000
Acciones en tesorería al costo	—	(17 000)	17 000
Total de pasivo y capital	$2 043 000	$1 695 000	$348 000

BARRIER CORPORATION
Estado de resultados y utilidades retenidas
Correspondientes al año que finalizó el 31 de diciembre del año 2

Ventas netas		$1 937 000
Ingreso no distribuido de Ort Inc.		13 000
Total de ingresos totales		1 950 000
Costo de las ventas		(1 150 000)
Ingreso bruto		800 000
Gasto de depreciación	$ 32 000	
Amortización del crédito mercantil	4 000	
Otros gastos (incluido el impuesto sobre la renta)	623 000	(659 000)
Ingreso neto		$ 141 000
Utilidades retenidas, 1 de enero del año 2		334 000
		475 000
Dividendos en efectivo pagados		(43 000)
Utilidades retenidas, 31 de diciembre del año 2		$ 432 000

Información adicional:

- Se emiten acciones de capital para contar con efectivo adicional.
- Todas las cuentas por cobrar y por pagar se relacionan con las operaciones.
- Las cuentas por pagar se relacionan sólo con las partidas incluidas en el costo de las ventas.
- No hay transacciones no en efectivo.

Se requiere:

Determinar las siguientes cantidades:

a) Efectivo cobrado de las ventas durante el año 2.

b) Pagos en efectivo de las cuentas por pagar durante el año 2.

c) Entradas de efectivo durante el año 2 *no* derivadas de las operaciones.

d) Pagos en efectivo por activos a largo plazo adquiridos durante el año 2.

COMPROBACIÓN
b) $1 227 000

EJERCICIO 7-5
Interpretación de los flujos de efectivo

Indique si cada transacción y suceso es: 1) una fuente de efectivo, 2) un uso del efectivo, o 3) un ajuste que producirá una fuente o uso del efectivo (suponga un sistema indirecto). Mencione también la posición en el estado de flujos de efectivo de: operaciones (O), financiamiento (F), inversión (I), operaciones no en efectivo importantes (NCS), operaciones no en efectivo no importantes (NCN), o sin efecto (NE).

Ejemplo

Transacción o suceso	Fuente	Uso	Ajuste	Categoría en el estado de flujos de efectivo
Dividendo en efectivo recibido	X			0

Se requiere:

a) Aumento en las cuentas por cobrar.

b) Pagar un pagaré bancario.

c) Emitir acciones ordinarias.

d) Vender títulos negociables.

e) Amortizar bonos.

f) Declarar dividendo en acciones.

g) Comprar equipo.

h) Convertir bonos en acciones preferentes

i) Pagar dividendo.

j) Aumento en las cuentas por pagar

EJERCICIO 7-6
Interpretación de los flujos de efectivo

Indique si cada transacción y suceso es: 1) una fuente de efectivo, 2) un uso del efectivo, o 3) un ajuste que producirá una fuente o uso del efectivo (suponga un método indirecto). Mencione también la posición en el estado de flujos de efectivo de: operaciones (O), financiamiento (F), inversión (I), operaciones no en efectivo importantes (NCS), operaciones no en efectivo no importantes (NCN), o sin efecto (NE).

Ejemplo

Transacción o suceso	Fuente	Uso	Ajuste	Categoría en el estado de flujos de efectivo
Emitir bonos para obtener efectivo	X			F

Se requiere:

a) Disminución en el inventario

b) Pago de la parte actual de la deuda a largo plazo.

c) Amortizar acciones en tesorería.
d) Comprar títulos negociables (a largo plazo).
e) Emitir bonos para comprar inmuebles.
f) Declarar dividendo en acciones.
g) Vender equipo al contado.
h) Convertir bonos en acciones preferentes
i) Compra a crédito de inventario.
j) Disminución en las cuentas por pagar derivada de la devolución de mercancías.

EJERCICIO 7-7
Interpretación de los efectos económicos de las transacciones

Durante una reunión del comité de gerencia de Edsel Corporation, se presenta una serie de propuestas para aliviar la débil posición de efectivo y mejorar el ingreso. Evalúe y comente los efectos inmediatos *y* a largo plazo de las siguientes propuestas en las mediciones indicadas. Indique aumento (+), disminución (−), o sin efecto (NE).

	EFECTO EN		
Propuesta	**Ingreso neto**	**Efectivo de operaciones**	**Posición de efectivo**
1. Sustituir dividendos en efectivo por dividendos en acciones.			
2. Demorar gastos de capital necesarios.			
3. Reducir desembolsos por reparación y mantenimiento.			
4. Aumentar la provisión para depreciación:			
a) Sólo para libros GAAP.			
b) Sólo para impuestos.			
c) Para libros GAAP y para impuestos.			
5. Exigir a los clientes que paguen más pronto.			
6. Demorar el pago a proveedores y no otorgar descuentos por pronto pago.			
7. Pedir préstamos a corto plazo.			
8. Cambiar de cifras de sumas de los años a depreciación en línea recta sólo para efectos de libros.			
9. Presionar a los distribuidores para que compren más.			
10. Reducir el fondeo del plan de pensiones al nivel mínimo requerido por la ley.			
11. Reducir los inventarios mediante la implementación de un sistema de inventarios justo a tiempo.			
12. Vender los títulos negociables cuyo valor haya disminuido 1 000 dólares en el periodo en curso, pero que siguen valorándose a 3 000 dólares por encima del costo.			
13. Volver a emitir acciones en tesorería.			

COMPROBACIÓN
(12) −, NE, +

EJERCICIO 7-8
La depreciación como fuente de efectivo

Un libro de economía contiene la siguiente declaración: “Para la empresa comercial, típicamente hay tres fuentes principales de ingresos. Dos de éstas, las reservas para depreciación y las utilidades retenidas, son internas. La tercera es externa y consta de los fondos obtenidos ya sea por medio de préstamos o mediante la venta de nuevas acciones”.

Se requiere:

a) ¿La depreciación es una fuente de efectivo? (Excluya todas las consideraciones relativas a las diferencias de depreciación entre ingreso gravable e ingreso contable.)

b) Si la depreciación no es una fuente de efectivo, ¿qué podría explicar la creencia de algunas personas respecto a que la depreciación es una fuente de efectivo?

c) Si la depreciación es una fuente de efectivo, explique cómo la depreciación proporciona efectivo a la empresa.

EJERCICIO 7-9
Análisis del estado de flujos de efectivo

Consulte los estados financieros de **Campbell Soup Company** en el apéndice A.

Campbell Soup Company

Se requiere:

a) ¿Cuánto efectivo cobra Campbell Soup de los clientes durante el año 10? (*Sugerencia:* Use el estado de flujos de efectivo para derivar el saldo inicial de las cuentas por cobrar.)

b) ¿Cuánto se paga en dividendos en efectivo sobre las acciones ordinarias durante el año 11?

COMPROBACIÓN
c) 3 982.4 millones de dólares

c) ¿A cuánto asciende el costo total de los bienes y servicios producidos y generados por otros medios en el año 11? Tome en cuenta todos los inventarios.

d) ¿A cuánto asciende la provisión para impuestos diferidos en el año 11? ¿Qué efecto tuvo en el pasivo circulante?

e) ¿Qué efecto tiene el gasto de depreciación del año 11 en el efectivo procedente de las operaciones?

f) ¿Por qué las provisiones para “Desinversiones y reestructuración” en el estado de flujos de efectivo del año 10 se restituyeron al ingreso neto para llegar al efectivo procedentes de las operaciones?

g) ¿Qué representa el ajuste “Efecto de las variaciones del tipo del cambio en el efectivo”?

COMPROBACIÓN
i) Año 11, 306.6 millones de dólares.

h) En la nota 1 de los estados financieros se explica cómo se registraron contablemente las ventas de inmuebles. ¿Dónde se asienta el ajuste por las ganancias o pérdidas en el estado de flujos de efectivo?

i) Calcule los flujos libres de efectivo de todos los años mostrados.

j) Campbell es un fabricante establecido. ¿Cómo esperaría que los flujos libres de efectivo de un competidor que acaba de iniciar operaciones en esta industria difirieran de los de Campbell?

k) Si Campbell lanzara una nueva línea de productos en el año 12, ¿cómo esperaría que las tres secciones del estado de flujos de efectivo resultaran afectadas?

EJERCICIO 7-10
Vinculación de los flujos de efectivo de operación con la calidad de las utilidades

Al revisar los estados financieros de NanoTech Co., usted descubre que el ingreso neto aumentó mientras que los flujos de efectivo de operación disminuyeron en los últimos dos años consecutivos.

Se requiere:

a) Explique cómo el ingreso neto pudo aumentar en NanoTech mientras que los flujos de efectivo de operación disminuían. Su respuesta debe incluir tres ejemplos ilustrativos.

b) Describa cómo los flujos de efectivo de operación pueden servir como un indicador de la calidad de las utilidades.

(Adaptado de CFA)

EJERCICIO 7-11
Relación de los flujos de efectivo con el ciclo de vida de la compañía

Los analistas acostumbran aprovechar la relación entre el ciclo de vida de una compañía (véase figura 2.3) y los flujos de efectivo para comprender mejor el desempeño y la situación financiera de la empresa.

Se requiere:

a) Explique cómo la transición de una empresa de la etapa de crecimiento a la de “vaca de efectivo” se refleja en el estado de flujos de efectivo.

b) Describa cómo la decadencia de una “vaca de efectivo” se refleja en el estado de flujos de efectivo.

PROBLEMAS

PROBLEMA 7-1[A]
Conversión del efectivo de las operaciones según el método indirecto al método directo

Campbell Soup Company

Consulte los estados financieros de **Campbell Soup Company** en el apéndice A.

Se requiere:

Convierta el estado de flujos de efectivo de Campbell para el año 11 a fin de mostrar los flujos de efectivo procedentes de las operaciones (CFO, siglas de Cash flows from operations) usando el método directo.

Exclusivamente para los efectos de este problema, *suponga* lo siguiente:

a) El cambio neto en otros activos y pasivos circulantes de 30.6 dólares consiste en:

Disminución en gastos prepagados	(25.3)	dólares
Disminución en cuentas por pagar	42.8	
Aumento en impuestos por pagar	(21.3)	
Aumento en acumulaciones y nóminas	(26.8)	
	(30.6)	dólares

b) Campbell vendió una división en el año 11 que le reportó ingresos de 7.5 millones de dólares y una pérdida después de impuestos de 5.3 millones de dólares. La pérdida se incluye en los gastos. La presentación de los CFO debe incluir los ingresos y gastos de las operaciones discontinuadas en el año 11.

PROBLEMA 7-2[A]
Conversión del estado de flujos de efectivo en otros sistemas

Campbell Soup Company

Consulte los estados financieros de **Campbell Soup Company** en el apéndice A.

Se requiere:

Convierta el estado de flujos de efectivo de Campbell para el año 10 con el fin de presentar el efectivo de las operaciones según el método directo. (Exclusivamente para efectos de esta tarea, suponga que Campbell vendió una división en el año 10 que le reportó ingresos de 7.5 millones de dólares y una pérdida después de impuestos de 5.3 millones de dólares. La pérdida se incluye en los gastos. La presentación de los CFO debe incluir los ingresos y gastos de las operaciones discontinuadas en el año 10.

PROBLEMA 7-3
Preparación y análisis del estado de flujos de efectivo (método indirecto)

Un colega que tiene conocimiento de que usted entiende bien los estados financieros le pide ayuda para analizar las transacciones y los sucesos de Zett Corporation. Le proporciona los siguientes datos:

ZETT CORPORTATION
Balance general
31 de diciembre de los años 1 y 2

	Año 1	Año 2
Efectivo	$ 34 000	$ 34 500
Cuentas por cobrar, neto	12 000	17 000
Inventario	16 000	14 000
Inversiones (largo plazo)	6 000	—
Activos fijos	80 000	93 000
Depreciación acumulada	(48 000)	(39 000)
Total del activo	$100 000	$119 500

(*continúa*)

PROBLEMA 7-3
(*conclusión*)

	Año 1	Año 2
Cuentas por pagar	$ 19 000	$ 12 000
Bonos por pagar	10 000	30 000
Acciones ordinarias	50 000	61 000
Utilidades retenidas	21 000	28 000
Acciones en tesorería	—	(11 500)
Total de pasivo y capital	$100 000	$119 500

Otros datos para el periodo que abarca del 1 de enero del año 2 al 31 de diciembre del año 2, son:

1. Ventas a crédito, 70 000 dólares.
2. Compras a crédito, 40 000 dólares.
3. Depreciación, 5 000 dólares.
4. Gastos pagados en efectivo, 18 000 dólares (incluidos 4 000 dólares de intereses y 6 000 dólares de impuestos).
5. Disminución en el inventario, 2 000 dólares.
6. Ventas de activos fijos por 6 000 dólares en efectivo; costo 21 000 dólares y depreciados en dos terceras partes (la pérdida o ganancia se incluye en el ingreso).
7. Compra al contado de activos fijos, 4 000 dólares.
8. Se intercambian activos fijos por bonos por pagar de 30 000 dólares.
9. Venta de inversiones por 9 000 dólares en efectivo.
10. Compra al contado de acciones en tesorería, 11 500 dólares.
11. Amortizar bonos por pagar emitiendo acciones ordinarias, 10 000 dólares.
12. Cobranza de cuentas por cobrar, 65 000 dólares.
13. Acciones ordinarias no emitidas vendidas al contado, 1 000 dólares.

Se requiere:

a) Prepare un estado de flujos de efectivo (método indirecto) para el año que finalizó el 31 de diciembre del año 2.

COMPROBACIÓN
Año 2 CFO, 0 dólares

b) Prepare un estado comparativo lado a lado para comparar dos bases de registro: 1) ingreso neto y 2) flujos de efectivo de operaciones.

c) ¿Cuál de los dos informes financieros en *b*) refleja mejor la rentabilidad? Explique.

PROBLEMA 7-4
Análisis del estado de flujos de efectivo (indirecto)

Las flores producidas por ingeniería genética de Dax Corporation han ganado rápidamente aceptación en el mercado y los envíos a los clientes se han incrementado de manera espectacular. La empresa se está preparando para tener aumentos considerables en la producción. La gerencia observa que a pesar de las crecientes utilidades, el saldo de efectivo se ha reducido y se ve obligada a casi duplicar el financiamiento de su deuda en el año en curso. Lo contratan a usted para asesorar a la gerencia en cuanto a las causas específicas de la deficiencia de efectivo y cómo remediar la situación. Se le entregan los siguientes balances generales de Dax Corporation para los años 1 y 2 (cifras en millares de dólares):

DAX CORPORATION
Balance general
31 de diciembre de los años 2 y 1

(Miles de dólares)		Año 2		Año 1
Activo				
Efectivo		$ 500		$ 640
Cuentas por cobrar, neto		860		550
Inventarios		935		790
Gastos prepagados		25		—
Total del activo circulante		$2 320		$1 980
Patentes	$ 140			
Menos amortización acumulada	(10)	130		
Planta y equipo	2 650		$1 950	
Menos depreciación acumulada	(600)	2 050	(510)	1 440
Otros activos	200		175	
Menos depreciación acumulada	(30)	170	(25)	150
Total del activo		$4 670		$3 570
Pasivo y capital contable				
Cuentas por pagar		$ 630		$ 600
Impuesto sobre la renta diferido		57		45
Otro pasivo circulante		85		78
Total del pasivo circulante		772		723
Deuda a largo plazo		1 650		850
Acciones ordinarias, valor a la par 1 dólar		2 000		1 800
Utilidades retenidas		248		197
Total de pasivo y capital contable		$4 670		$3 570

Además, ponen a su disposición la siguiente información:

1. El ingreso neto en el año 2 es de 160 000 dólares y en el año 1 es de 130 000 dólares.
2. Los dividendos pagados en efectivo durante el año 2 ascienden a 109 000 dólares y durante el año 1, a 100 000 dólares.
3. El gasto de depreciación cargado a los ingresos durante el año 2 es de 95 000 dólares, y la provisión para deudas incobrables (gasto) es de 40 000 dólares. Los gastos incluyen pagos al contado de 28 000 dólares en costos de intereses y 70 000 dólares en impuesto sobre la renta.
4. Durante el año 2, la compañía compra patentes por 140 000 dólares en efectivo. La amortización de las patentes durante el año asciende a 10 000 dólares.
5. El impuesto sobre la renta diferido para el año asciende a 12 000 dólares y para el año 1, a 15 000 dólares.

Se requiere:

a) Prepare el estado de flujos de efectivo (método indirecto) para el año 2.

b) Explique la discrepancia entre el ingreso neto y los flujos de efectivo de las operaciones.

c) Describa las opciones que la gerencia tiene para remediar la deficiencia de efectivo.

COMPROBACIÓN
a) CFO año 2, (166 000) dólares

PROBLEMA 7-5
Preparación del estado de flujos de efectivo (directo)

Usando el estado de resultados y el balance general de Niagara Company que se presentan a continuación, prepare un estado de flujos de efectivo para el año que finalizó el 31 de diciembre del año 9, usando el método directo.

NIAGARA COMPANY
Estado de resultados
Correspondiente al año que finalizó el 31 de diciembre del año 9

Ventas	$1 000
Costo de los bienes vendidos	(650)
Gasto de depreciación	(100)
Gastos de ventas y generales	(100)
Gasto de intereses	(50)
Gasto de impuesto sobre la renta	(40)
Ingreso neto	$ 60

NIAGARA COMPANY
Balance general
31 de diciembre de los años 9 y 8

	Año 8	Año 9
Activo		
Efectivo	$ 50	$ 60
Cuentas por cobrar neto	500	520
Inventario	750	770
Activo circulante	1 300	1 350
Activos fijos neto	500	550
Total del activo	$1 800	$1 900
Pasivo y capital contable		
Pagarés a bancos	$ 100	$ 75
Cuentas por pagar	590	615
Intereses por pagar	10	20
Pasivo circulante	700	710
Deuda a largo plazo	300	350
Impuesto sobre la renta diferido	300	310
Acciones de capital	400	400
Utilidades retenidas	100	130
Total de pasivo y capital contable	$1 800	$1 900

COMPROBACIÓN
CFO, 165 dólares

(Adaptado de CFA)

PROBLEMA 7-6
Interpretación de los efectos de las transacciones en el flujo de efectivo

La capacidad de visualizar con rapidez el efecto de una transacción en los recursos de efectivo de una compañía es una competencia analítica útil. Esta visualización exige entender los aspectos económicos en que se basan las transacciones y cómo se registran éstas. Expresar las transacciones en forma de asiento o partida le ayuda a uno a entender las actividades empresariales.

Se requiere:

A continuación se presenta un estado esquemático de flujos de efectivo. Los títulos de los renglones en el estado esquemático son rótulos asignados (letras). En la parte inferior del estado esquemático hay una lista de varias actividades empresariales. Para cada una de las actividades mencionadas, identifique los renglones afectados y en qué cantidad. Cada actividad es independiente y no se relaciona con las demás. La empresa cierra los libros de contabilidad una vez al año el 31 de diciembre. No considere actividades subsiguientes. Use los rótulos (letras) que se indican a continuación. No indique el efecto en ningún renglón que no tenga asignado un rótulo. Si una transacción no tiene efectos, escriba *ninguno*. Para indicar los efectos en los renglones rotulados *Y* y *C*, use un signo + para indicar un aumento y un signo − para indicar una disminución. (*Sugerencia:* Cada actividad con un efecto, afecta por lo menos dos renglones: débitos y créditos por igual. Un asiento analítico ayuda a encontrar la solución.)

Estado esquemático de flujos de efectivo

	FUENTES DE EFECTIVO		
(Y)	Ingreso neto	________	(Y)
(YA)	Adiciones y restituciones de gastos y pérdidas que no usan efectivo	________	(YA)
(YS)	Sustracción de ingresos y ganancias que no generan efectivo	________	(YS)
	Cambios en el activo y pasivo circulante de operaciones		
(CC)	Añadir cambios de crédito	________	(CC)
(DC)	Deducir cambios de débito	________	(DC)
(NC)	Añadir (deducir) cambios en cuentas de operación a largo plazo	________	(NC)
	Flujo de efectivo de operaciones Y + YA – YS + CC – DC + o – NC	________	
(DE)	Producto de emisiones de deuda y capital	________	(DE)
(IL)	Aumento en el pasivo circulante no de operación	________	(IL)
(AD)	Producto de la venta de activos a largo plazo	________	(AD)
(OS)	Otras fuentes de efectivo	________	(OS)
	Total de fuentes de efectivo	________	

	APLICACIONES DEL EFECTIVO		
(ID)	Distribuciones de ingresos	________	(ID)
(R)	Amortizaciones de deuda y capital	________	(R)
(DL)	Disminuciones en el pasivo circulante no de operación	________	(DL)
(AA)	Adquisiciones de activos a largo plazo	________	(AA)
(OU)	Otros usos del efectivo	________	(OU)
	Total de usos del efectivo	________	
(C)	Aumento (disminución) en el efectivo	________	(C)

	PROGRAMA DE ACTIVIDADES DE INVERSIÓN Y FINANCIAMIENTO NO EN EFECTIVO		
(NDE)	Emisión de deuda o capital	________	(NDE)
(NCR)	Otros créditos que no generan efectivo	________	(NCR)
(NAA)	Adquisiciones de activos	________	(NAA)
(NDR)	Otros pasivos que no requieren efectivo	________	(NDR)

Ejemplos:

a) Ventas de 10 000 dólares se hacen a crédito.

b) Se pagan dividendos en efectivo por 4 000 dólares.

c) Se contrae una obligación de arrendamiento de capital a largo plazo (valor presente 60 000 dólares).

Respuestas en el formulario [renglón, cantidad]:

a) [DC, 10 000 dólares], [+ Y, 10 000 dólares]

b) [ID, 4 000 dólares], [− C, 4 000 dólares]

c) [NAA, 60 000 dólares], [NDE, 60 000 dólares]

Actividades empresariales:

a) En los gastos de venta se incluye una provisión para cuentas incobrables de 11 000 dólares en el año.

b) Se carga un monto por depreciación de 16 000 dólares al costo de los bienes vendidos.

c) La empresa adquiere un edificio emitiendo un pagaré hipotecario a largo plazo por 100 000 dólares.

d) Se amortizan y cancelan acciones en tesorería con un costo de 7 000 dólares.

e) La empresa tiene 50 000 acciones ordinarias en circulación con valor a la par de un dólar. La compañía declara un dividendo de 20% en acciones al final del año, cuando las acciones se venden a 16 dólares cada una.

f) Un incendio destruye un inventario que costó 12 000 dólares. La compañía de seguros sólo paga 10 000 para cubrir el siniestro, aunque el valor de mercado del inventario es de 15 000 dólares.

g) Los departamentos de producción usan inventarios que originalmente costaron 25 000 dólares para producir bienes terminados que se venden al contado en 35 000 dólares y 5 000 dólares en cuentas por cobrar.

h) Se cancelan 8 000 dólares en cuentas por cobrar. Antes de la cancelación, hay un saldo de 5 000 dólares en la provisión para cuentas de cobro dudoso.

i) Se adquieren activos de larga vida por 100 000 dólares en efectivo el 1 de enero. La compañía decide depreciar 20 000 dólares cada año.

j) Una máquina que cuesta 15 000 dólares, con depreciación acumulada de 6 000 dólares, se vende al contado en 8 000 dólares.

PROBLEMA 7-7

Interpretación de los efectos de las transacciones en el flujo de efectivo

Complete lo que se pide en el problema 7-6 usando las actividades empresariales que se mencionan a continuación:

Parte I

a) Se paga un abono anual de 100 000 dólares a cuenta de una deuda a largo plazo en la fecha establecida.

b) Un equipo que originalmente costó 12 000 dólares, con 7 000 dólares de depreciación acumulada, se vende al contado en 4 000 dólares.

c) Inventario obsoleto que costó 75 000 dólares se rebaja a cero.

d) Acciones en tesorería que costaron 30 000 dólares se venden al contado en 28 000 dólares.

e) Se adquiere una planta emitiendo una hipoteca de 300 000 dólares pagadera en abonos iguales a lo largo de seis años.

f) La subsidiaria no consolidada en la que la empresa tiene una participación de 30% gana 100 000 dólares y paga dividendos de 20 000 dólares. La compañía registró su 30% en acciones de estas partidas usando el método de participación.

g) Un producto se vende en 40 000 dólares con un pago inicial de 10 000 dólares y pagos anuales de 10 000 dólares durante tres años. El financiamiento causará intereses de 10% del saldo insoluto. Considere sólo el efecto en el momento de la venta (el ciclo de operación de la compañía es inferior a un año).

h) La compañía usa un método de inventario periódico. Cierto inventario se valora por error en 1 000 dólares; debería haberse valuado en 10 000 dólares. Muestre el efecto de corregir el error.

i) Se usan 400 000 dólares en efectivo para adquirir 100% de ZXY Manufacturing Company. A la fecha de la adquisición, ZXY tiene activo circulante de 300 000 dólares (incluidos 40 000 dólares en efectivo); planta y equipo por 670 000 dólares; pasivo circulante de 160 000 dólares; y deuda a largo plazo por 410 000 dólares.

j) Se hace una provisión para gastos de deudas incobrables de 60 000 dólares (que se calcula como un porcentaje de las ventas en el periodo).

Parte II

a) Se invierten 120 000 dólares en efectivo en una compañía en la que se tiene 30% de participación.

b) Una subsidiaria en la que se tiene 30% de participación gana 25 000 dólares (en total) y no paga dividendos.

c) Una subsidiaria en la que se tiene 30% de participación gana 30 000 dólares (en total) y paga dividendos de 10 000 dólares (en total).

d) Equipo con un costo original de 15 000 dólares y depreciación acumulada de 12 000 dólares se vende al contado en 4 000 dólares.

e) La compañía pide un préstamo bancario de 60 000 dólares el 30 de noviembre, pagadero el 30 de junio del siguiente año.

f) Bonos convertibles con valor nominal de 9 000 dólares se convierten en 1 000 acciones ordinarias con valor a la par de 2 dólares por acción.

g) Acciones en tesorería con un costo de 4 000 dólares se venden al contado en 6 000 dólares.

h) Acciones ordinarias (valor a la par de 2 dólares) con un valor justo de mercado de 100 000 dólares más 100 000 dólares en efectivo se entregan para adquirir 100% de ZXY Mfg. Co. A la fecha de la adquisición, ZXY tenía activo circulante de 120 000 dólares (incluidos 40 000 dólares en efectivo); planta y equipo por 180 000 dólares; pasivo circulante de 60 000 dólares y deuda a largo plazo por 40 000 dólares.
   1) Identifique el efecto en el estado de la empresa matriz.
   2) Identifique el efecto en el estado consolidado.

i) La parte minoritaria del ingreso es de 4 000 dólares.

j) Inventario con un costo de 80 000 dólares se rebaja a su valor de mercado de 30 000 dólares.

k) Se cancelan cuentas por cobrar por 1 200 dólares. La compañía usa una provisión para cuentas de cobro dudoso.

l) Se capitaliza un arrendamiento no cancelable de equipo a 10 años con valor presente de 120 000 dólares.

m) Se declara un dividendo de 15% en acciones. Las 60 000 acciones ordinarias emitidas para cubrir el dividendo tienen un valor a la par de 2 dólares por acción y un valor justo de mercado de 3 dólares por acción.

n) Se hace una provisión de 27 000 dólares para cuentas incobrables (que se calcula como un porcentaje de las ventas del periodo).

PROBLEMA 7-8
Reconstrucción de un balance general a partir de los flujos de efectivo

Durante una comisión de trabajo, usted descubre que traspapeló el balance general de Bird Corporation al 1 de enero del año 1. Sin embargo, tiene los siguientes datos sobre Bird Corporation:

BIRD CORPORATION
Balance de comprobación después del cierre
31 de diciembre del año 1

Saldos de débito	
Efectivo	$ 100 000
Cuentas por cobrar	120 000
Inventario	130 000
Inmuebles, planta y equipo	550 000
Otras inversiones a largo plazo	200 000
Total	$1 100 000
Saldos de crédito	
Cuentas por pagar	$ 100 000
Parte corriente de la deuda a largo plazo	80 000
Depreciación acumulada	270 000
Deuda a largo plazo	200 000
Acciones ordinarias	300 000
Utilidades retenidas	150 000
Total	$1 100 000

BIRD CORPORATION
Estado de flujos de efectivo
Correspondiente al año que finalizó el 31 de diciembre del año 1

Flujos de efectivo de las operaciones			
Ingreso neto			$150 000
Más (menos) ajuste a la base de efectivo			
Depreciación		$ 85 000	
Pérdida de la venta de equipo		5 000	
Ganancia de la venta de inversiones a largo plazo		(50 000)	
Aumento en las cuentas por cobrar		(30 000)	
Aumento en inventarios		(20 000)	
Aumento en las cuentas por pagar		40 000	30 000
Efectivo de las operaciones			180 000
Flujos de efectivo de las actividades de inversión			
Adiciones a inmuebles y equipo		(150 000)	
Venta de equipo		10 000	
Venta de inversiones		95 000	
Efectivo usado para actividades de inversión			(45 000)
Flujos de efectivo de actividades de financiamiento			
Emisión de acciones ordinarias		10 000	
Adiciones a la deuda a largo plazo	$15 000		
Disminución en la parte corriente de la deuda a largo plazo	(30 000)	(15 000)	
Dividendos en efectivo		(80 000)	
Efectivo usado para actividades de financiamiento			(85 000)
Aumento neto en el efectivo			$ 50 000

COMPROBACIÓN
Total del activo, 725 000 dólares.

Se requiere:

Usando los datos y la información disponibles, prepare el balance general de Bird Corporation al 1 de enero del año 1. Las cuentas T (cuentas provisionales fuera del mayor) son útiles para reconstruir las cuentas individuales. (*Nota:* El equipo vendido tenía depreciación acumulada de 50 000 dólares.)

PROBLEMA 7-9
Análisis de los efectos económicos de las transacciones

Indique si las siguientes transacciones independientes aumentan (+), disminuyen (−), o no afectan (NE) la razón del circulante, el monto del capital de trabajo, y el efectivo de las operaciones. También indique las cantidades de los efectos, en su caso. La compañía tiene en la actualidad una razón del circulante de 2 a 1 junto con pasivo circulante de 160 000 dólares.

	Efecto en la razón del circulante	Capital de trabajo Efecto $ _____	Efectivo de las operaciones Efecto $_____
a) Se pagaron salarios acumulados de 1 000 dólares.			
b) Se compraron 20 000 dólares de material a crédito.			
c) Se recibió aviso de un fallo judicial por el que la empresa deberá pagar 70 000 dólares en daños y perjuicios por infracción de patentes en un plazo máximo de seis meses.			
d) Se cobraron 8 000 dólares de cuentas por cobrar.			
e) Se compró un terreno para la fábrica en 100 000 dólares en efectivo.			
f) Se pagó un pagaré bancario de 10 000 dólares que llegó a su vencimiento.			
g) Se recibió de un cliente un pagaré por cobrar de 15 000 dólares a corto plazo, como consideración por la venta de un terreno.			
h) Se recibió de los accionistas efectivo por 90 000 dólares, como capital donado.			
i) Se compró una máquina que costó 50 000 dólares; se dio un pago inicial de 15 000 dólares y el resto a liquidar en siete pagos anuales iguales.			
j) Se amortizaron bonos que vencían dentro de cinco años, a valor a la par, por 50 000 dólares. Los bonos tienen una prima no amortizada de 2 000 dólares.			
k) Se declararon dividendos de 10 000 dólares pagaderos después de fin de año.			
l) Se pagaron los dividendos del inciso *k*) en efectivo.			
m) Se declaró un dividendo en acciones de 5%.			
n) Se pagó el dividendo en acciones del inciso *m*).			
o) Se suscribió un contrato de compra a largo plazo de 100 000 dólares que comenzará a partir de un año.			
p) Se pidió un préstamo de 40 000 dólares en efectivo a plazo de un año.			
q) Se liquidaron cuentas por pagar de 20 000 dólares.			
r) Se alquiló una patente en 20 000 dólares.			
s) Se cancelaron 15 000 dólares de títulos negociables a corto plazo que habían perdido su valor.			
t) Se cancelaron 8 500 dólares de gastos de organización.			
u) Se registró un gasto de depreciación de 70 000 dólares.			
v) Se vendieron 28 000 dólares de mercancía a crédito.			
w) Se vendió un edificio por 90 000 dólares que tenía valor en libros de 45 000 dólares.			
x) Se vendió una máquina al costo por 5 000 dólares; se recibió un pago inicial de 2 500 dólares y el resto por cobrar a seis meses.			
y) Se registró un gasto de impuesto sobre la renta de 80 000 dólares, la mitad del cual es diferido (largo plazo).			

PROBLEMA 7-10
Análisis de las mediciones de los flujos de efectivo

La ejecutiva bancaria que lo atiende a usted le confía que después de estudiar una serie de estados financieros está confundida por la diferencia entre dos mediciones de operación, el ingreso neto y el efectivo procedente de las operaciones.

Se requiere:

a) Explique el propósito y la importancia de estas dos mediciones de operación.

b) A continuación se presentan varias transacciones o sucesos financieros. En cada transacción o suceso, indique si se produce un aumento (+), una disminución (−), o no se produce ningún efecto (NE) en cada una de las dos mediciones.

	EFECTO DE LA TRANSACCIÓN O SUCESO EN:	
	Ingreso neto	**Efectivo de operaciones**
1. Ventas al contado de títulos negociables a más de su valor neto en libros.		
2. Venta de mercancía con pagos diferidos (la mitad en un año y la otra mitad después de un año).		
3. Reclasificación de cuentas por cobrar a largo plazo como cuentas por cobrar a corto plazo.		
4. Pago de la parte corriente de la deuda a largo plazo.		
5. Cobranza de una cuenta por cobrar.		
6. Registro del costo de los bienes vendidos.		
7. Compra de inventarios a crédito (condiciones de crédito).		
8. Acumulación de comisiones de venta (que se pagarán en fecha posterior).		
9. Liquidación de cuentas por pagar (resultantes de la compra de inventario).		
10. Provisión para depreciación en una oficina de ventas.		
11. Préstamo bancario en efectivo con un pagaré a 90 días.		
12. Acumulación de intereses sobre un préstamo bancario.		
13. Venta al contado de equipo parcialmente depreciado, a menos de su valor en libros.		
14. Daños causados por inundaciones a inventarios de mercancías (sin cobertura de seguros).		
15. Declaración y pago de un dividendo en efectivo sobre acciones preferentes.		
16. Venta de mercancía a crédito, a plazo de 90 días.		
17. Provisión para cuentas incobrables.		
18. Cancelación de cuentas incobrables.		
19. Provisión para gastos de impuestos sobre la renta (pagaderos el próximo mes).		
20. Provisión para impuestos diferidos (establecida porque la depreciación para efectos fiscales es mayor que la depreciación para efectos financieros).		
21. Compra de una máquina (activo fijo) al contado.		
22. Pago de salarios acumulados a empleados.		

PROBLEMA 7-11
Preparación e interpretación del estado de flujos de efectivo

Kraft
Philip Morris Companies

Después de la adquisición de **Kraft** en el año 8, **Philip Morris Companies** dio a conocer los estados financieros del año 8. Éstos y otros datos financieros se reproducen a continuación.

PHILIP MORRIS COMPANIES, INC.
Balance general (millones de dólares)
31 de diciembre de los años 8 y 7

	Año 8	Año 7
Activo		
Efectivo y equivalentes de efectivo	$ 168	$ 90
Cuentas por cobrar	2 222	2 065
Inventarios	5 384	4 154
Activo circulante	7 774	6 309
Inmuebles, planta y equipo, neto	8 648	6 582
Crédito mercantil, neto	15 071	4 052
Inversiones	3 260	3 665
Total de activos	$34 753	$20 608
Pasivos y capital de los accionistas		
Deuda a corto plazo	$ 1 259	$ 1 440
Cuentas por pagar	1 777	791
Pasivo acumulado	3 848	2 277
Impuesto sobre la renta por pagar	1 089	727
Dividendos por pagar	260	213
Pasivo circulante	8 233	5 448
Deuda a largo plazo	17 122	6 293
Impuesto sobre la renta diferido	1 719	2 044
Capital de los accionistas	7 679	6 823
Total de pasivo y capital de los accionistas	$34 753	$20 608

PHILIP MORRIS COMPANIES, INC.
Estado de resultados (millones de dólares)
Correspondiente al año que finalizó el 31 de diciembre del año 8

Ventas	$ 31 742
Costo de los bienes vendidos	(12 156)
Gastos de venta y administrativos	(14 410)
Gasto de depreciación	(654)
Amortización del crédito mercantil	(125)
Gasto de intereses	(670)
Pretax income	3 727
Ingreso antes de impuestos	(1 390)
Ingreso neto	$ 2 337

Nota: Dividendos declarados, 941 millones de dólares.

COMPRA DE KRAFT POR PHILIP MORRIS
Estado de resultados (millones de dólares)
Correspondiente al año que finalizó el 31 de diciembre del año 8

Cuentas por cobrar	$ 758
Inventarios	1 232
Inmuebles, planta y equipo	1 740
Crédito mercantil	10 361
Deuda a corto plazo	(700)
Cuentas por pagar	(578)
Pasivo acumulado	(530)
Deuda a largo plazo	(900)
Precio de compra (neto, después de deducir el efectivo adquirido)	$11 383

COMPROBACIÓN
a) CFO, 5 205 millones de dólares.

COMPROBACIÓN
c) 3 331 dólares

Se requiere:

a) Prepare un estado de flujos de efectivo (método indirecto) para Philip Morris. (*Sugerencia:* la adquisición de Kraft requiere que se eliminen del balance general los activos adquiridos y los pasivos incurridos como resultado de esa adquisición antes de calcular los cambios usados en la preparación del estado de flujos de efectivo. Philip Morris paga 11 383 millones de dólares por Kraft, después de deducir el efectivo adquirido; véase tabla de Asignación del precio de compra.)

b) Calcule los flujos de efectivo procedentes de las operaciones usando el método directo para Philip Morris.

c) Con base en su respuesta a *a*), calcule el flujo libre de efectivo de Philip Morris para el año 8. Explique cómo el flujo libre de efectivo afecta a futuro las utilidades y la situación financiera de la compañía.

(Adaptado de CFA)

PROBLEMA 7-12
Análisis del efectivo de las operaciones (directo)

COMPROBACIÓN
a) CFO del año 6, 6 400 dólares

Consulte los estados financieros de ZETA Corporation, que se reproducen en el Caso CC-2 del caso exhaustivo (en seguida del capítulo 11).

Se requiere:

a) Prepare una tabla para calcular los flujos de efectivo de las operaciones usando el método directo. Incluya los ingresos y gastos de las operaciones discontinuadas. Incluya una lista de supuestos importantes y puntos débiles como nota del estado de flujos de efectivo. Fundamente todas las cantidades mostradas. (*Sugerencia:* las operaciones discontinuadas no pueden separarse de las operaciones en curso, pero los ingresos y gastos sin ajustar de las operaciones discontinuadas, sí.)

b) El estado de flujos de efectivo de ZETA manifiesta impuestos sobre la renta pagados en el año 6 por un monto de 2 600 dólares. Verifique esta cifra independientemente.

c) Concilie el cambio en "cuentas por pagar y acumulaciones" expresado en el estado de flujos de efectivo con la cifra derivada del balance general. Explique la o las razones de las diferencias, si las hay. (*Sugerencia:* Consulte las notas 3 y 4.)

CASOS

CASO 7-1
Análisis de los flujos de efectivo

COMPROBACIÓN
c) 2005, 4 785 dólares.

Consulte el informe anual de **Dell** en el apéndice A: **Dell**

Se requiere:

a) Explique cómo los siguientes conceptos crean diferencias entre las utilidades de Dell que provienen de la continuación de las operaciones y el efectivo neto producido por las actividades de operación:

1) Depreciación y amortización
2) Cambio en impuestos diferidos
3) Disminución en cuentas por cobrar
4) Disminución en inventarios

b) Explique por qué el ingreso neto es mucho menor que el efectivo proveniente de las operaciones en 2005.

c) Calcule los flujos libres de efectivo de Dell para cada uno de los últimos tres años.

d) ¿Cómo ha usado Dell sus flujos libres de efectivo en los últimos tres años?

e) ¿Cuánto efectivo ha devuelto Dell a los accionistas en cada uno de los últimos tres años y en total?

El estado de flujos de efectivo de **Lands' End** se reproduce aquí:

Lands' End

CASO 7-2
Análisis del flujo de efectivo y el flujo libre de efectivo

LANDS' END, INC. Y SUBSIDIARIAS
Estado consolidado de flujos de efectivo

	PARA EL PERIODO FINALIZADO EN		
(Miles de dólares)	**Año 9**	**Año 8**	**Año 7**
Flujos de efectivo de actividades de operación			
Ingreso neto	$ 31 185	$ 64 150	$ 50 952
Ajustes para conciliar el ingreso neto con los flujos netos de efectivo de las actividades de operación:			
Cargo no recurrente antes de impuestos	12 600	—	—
Depreciación y amortización	18 731	15 127	13 558
Gasto diferido de compensación	653	323	317
Impuestos diferidos	(5 948)	(1 158)	994
Ganancia antes de impuestos sobre la venta de subsidiaria	—	(7 805)	—
Pérdida en la venta de activos fijos	586	1 127	325
Cambios en el activo y pasivo, excluyendo los efectos de las desinversiones:			
Cuentas por cobrar	(5 640)	(7 019)	(675)
Inventario	21 468	(104 545)	22 371
Publicidad prepagada	(2 844)	(7 447)	4 758
Otros gastos prepagados	(2 504)	(1 366)	(145)
Cuentas por pagar	4 179	11 616	14 205
Reserva para devoluciones	1 065	944	629
Pasivo acumulado	6 993	8 755	4 390
Reparto de utilidades acumulado	(2 030)	1 349	1 454
Impuesto sobre la renta por pagar	(5 899)	(1 047)	8 268
Otros	1 665	64	394
Flujos netos de efectivo de (usado para) actividades de operación	74 260	(26 932)	121 795
Flujos de efectivo de (usado para) actividades de inversión			
Pagos en efectivo por adiciones de capital	(46 750)	(47 659)	(18 481)
Producto de la venta de subsidiaria	—	12 350	—
Flujos netos de efectivo usado para actividades de inversión	(46 750)	(35 309)	(18 481)
Flujos de efectivo de (usado para) actividades de financiamiento			
Producto de deuda de corto plazo	6 505	21 242	1 876
Compras de acciones en tesorería	(35 557)	(45 899)	(30 143)
Emisión de acciones en tesorería	1 845	409	604
Flujos netos de efectivo usado para actividades de financiamiento	(27 207)	(24 248)	(27 663)
Aumento (disminución) neto en el efectivo y equivalentes de efectivo	$ 303	$ (86 489)	$ 75 651
Efectivo y equivalentes de efectivo iniciales	6 338	92 827	17 176
Efectivo y equivalentes de efectivo finales	$ 6 641	$ 6 338	$ 92 827

Se requiere:

a) Lands' End puso en marcha recientemente la estrategia de surtir casi todos los pedidos cuando éstos se colocan. ¿En qué año cree usted que la compañía implementó esta estrategia y cómo se refleja ésta en la información contenida en el estado de flujos de efectivo?

b) Explique cómo las siguientes partidas concilian el ingreso neto con los flujos netos de efectivo procedentes de las actividades de operación:

1) Depreciación 2) Cuentas por cobrar 3) Inventario 4) Reserva para devoluciones

COMPROBACIÓN
(*c*) Año 9, 27 510 dólares

c) Calcule los flujos libres de efectivo para cada año mostrado.

d) ¿Cómo usa Lands' End el flujo libre de efectivo? En su opinión, ¿el uso que hace Lands' End de los flujos libres de efectivo refleja una buena estrategia financiera?

CASO 7-3
Análisis de los flujos de efectivo de una compañía de Internet

El estado de flujos de efectivo de **Yahoo!** se reproduce aquí: **Yahoo!**

YAHOO! INC.
Estado consolidado de flujos de efectivo

	AÑO FINALIZADO EL 31 DE DICIEMBRE DE		
(En miles de dólares)	**Año 8**	**Año 7**	**Año 6**
Flujos de efectivo de actividades de operación			
Ingreso (pérdida) neto	$ 25 588	$(25 520)	$ (6 427)
Ajustes para conciliar el ingreso (pérdida) neto con el efectivo neto proporcionado por (usado en) las actividades de operación:			
Depreciación y amortización	10 215	2 737	639
Beneficios fiscales de las opciones de acciones	17 827	—	—
Cargos no en efectivo relacionados con otorgamientos de opciones de acciones y emisiones de *warrants*	926	1 676	197
Participaciones minoritarias en operaciones de subsidiarias consolidadas	(68)	(727)	(540)
Compra en proceso de investigación y desarrollo	17 300	—	—
Otros cargos no en efectivo	—	21 245	—
Cambios en el activo y pasivo:			
Cuentas por cobrar, neto	$ (13 616)	$ (5 963)	$ (4 269)
Gastos prepagados	2 144	(6 110)	(386)
Cuentas por pagar	515	2 425	1 386
Gastos acumulados y otros pasivos circulantes	16 688	7 404	4 393
Ingresos diferidos	33 210	2 983	1 665
Pagadero a partes relacionadas	(451)	330	948
Efectivo neto proporcionado por (usado en) las actividades de operación	110 278	480	(2 394)
Flujos de efectivo de actividades de inversión			
Adquisición de inmuebles y equipo	(11 911)	(6 722)	(3 442)
Efectivo adquirido en adquisiciones	199	—	—
Compras de títulos negociables	(471 135)	(58 753)	(115 247)
Producto de las ventas y vencimientos de títulos negociables	158 350	86 678	43 240
Otras inversiones	(5 445)	(1 649)	(729)
Efectivo neto proporcionado por (usado en) las actividades de inversión	(329 942)	19 554	(76 178)

(continúa)

	AÑO FINALIZADO EL 31 DE DICIEMBRE DE		
(En miles de dólares)	Año 8	Año 7	Año 6
Flujos de efectivo de actividades de financiamiento			
Producto de la emisión de acciones ordinarias, neto	280 679	7 516	42 484
Producto de la emisión de acciones preferentes convertibles	—	—	63 750
Producto de inversionistas minoritarios	600	999	1 050
Otros	—	1 106	(128)
Efectivo neto proporcionado por las actividades de financiamiento	281 279	9 621	107 156
Efecto de las variaciones en el tipo de cambio en el efectivo y los equivalentes de efectivo	288	(380)	(63)
Cambio neto en el efectivo y los equivalentes de efectivo	$ 61 903	$ 29 275	$ 28 521
Efectivo y equivalentes de efectivo al principio del año	63 571	34 296	5 775
Efectivo y equivalentes de efectivo al final del año	$125 474	$ 63 571	$ 34 296

CASO 7-3
(*conclusión*)

Se requiere:

a) Las operaciones de Yahoo! no produjeron flujos de efectivo considerables en los años 6 y 7. ¿Cómo financia Yahoo! su crecimiento en ausencia de flujos de efectivo de operación suficientes?

b) ¿Qué impulsa los flujos de efectivo de operación de Yahoo!?

c) Yahoo! realiza compras y ventas de títulos negociables. ¿Por qué cree usted que Yahoo! lleva a cabo esta actividad?

d) Yahoo! da a conocer 33.21 millones de dólares de ingresos diferidos. Con base en su comprensión de las operaciones de Yahoo!, ¿qué cree usted que representa esta cantidad?

COMPROBACIÓN
a) Financiamiento de capital

CASO 7-4
Análisis de crédito para una compra apalancada

La gerencia de Wyatt Corporation se siente frustrada porque la empresa matriz, SRW Corporation, rechaza repetidamente las solicitudes de gasto de capital que Wyatt presenta. Estos rechazos llevaron a la gerencia de Wyatt a concluir que las operaciones de ésta desempeñaban una función limitada en los planes a largo plazo de la empresa matriz. Actuando bajo este supuesto, la gerencia de Wyatt acude a un banco mercantil para indagar las posibilidades de una compra apalancada de la propia compañía. En su propuesta, la gerencia de Wyatt destaca que los flujos de efectivo estables y predecibles de las operaciones de Wyatt son más que suficientes para pagar el servicio de la deuda requerida para financiar la compra apalancada propuesta. Como socio del banco mercantil, usted investiga la viabilidad de la propuesta. Recibe el balance general y la información complementaria siguientes de Wyatt Corporation. La gerencia de Wyatt revela, además, que después de la compra propuesta, se propone adquirir maquinaria que cuesta 325 000 dólares en cada uno de los siguientes tres años para superar el anterior nivel bajo de los gastos de capital cuando era subsidiaria de SRW Corporation. La gerencia aduce que estos gastos son necesarios por razones competitivas.

Se requiere:

a) Usando la información del balance general y las notas complementarias, prepare un estado de flujos de efectivo (método indirecto) para el año que finalizó el 31 de diciembre del año 10.

b) Usando el estado de flujos de efectivo, preparado en el inciso *a*), y suponiendo que el servicio de la deuda es de 300 000 dólares al año después de la compra apalancada, evalúe la viabilidad de la propuesta de la gerencia.

COMPROBACIÓN
a) CFO, 269 000 dólares

WYATT CORPORATION
Balance general
31 de diciembre de los años 10 y 9

	Año 9	Año 10
Activo		
Efectivo	$ 175 000	$ 192 000
Cuentas por cobrar	248 000	359 000
Inventario	465 000	683 000
Total del activo circulante	888 000	1 234 000
Terrenos	126 000	138 000
Edificios y maquinaria	3 746 000	3 885 000
Menos depreciación acumulada	(916 000)	(1 131 000)
Total del activo	$3 844 000	$4 126 000
Pasivos y capital de los accionistas		
Cuentas por pagar	$ 156 000	$ 259 000
Impuestos por pagar	149 000	124 000
Otros pasivos pagaderos a corto plazo	325 000	417 000
Total del pasivo circulante	630 000	800 000
Bonos por pagar	842 000	825 000
Total del pasivo	1 472 000	1 625 000
Acciones ordinarias	846 000	863 000
Utilidades retenidas	1 526 000	1 638 000
Total del capital de los accionistas	2 372 000	2 501 000
Total del pasivo y capital	$3 844 000	$4 126 000

Información complementaria:

1. Los dividendos declarados y pagados en el año 10 fueron de 74 000 dólares.
2. El gasto de depreciación en el año 10 fue de 246 000 dólares.
3. Se vendió maquinaria que originalmente costó 61 000 dólares en 34 000 en el año 10.

(Adaptado de CFA)

CASO 7-5
Análisis de una compra por la gerencia usando el estado de flujos de efectivo

La gerencia de Dover Corporation asegura que el mercado bursátil subestima el valor de las acciones de su compañía, y propone privatizarla por medio de una compra apalancada. La propuesta de la gerencia presenta las siguientes características:

1. Se espera que la compra apalancada produzca costos adicionales de intereses después de impuestos por 200 000 dólares al año.
2. Para que Dover Corporation sea una empresa competitiva, la gerencia planea realizar:
   a) Inversiones anuales en equipo por 180 000 dólares
   b) Acumulaciones anuales en inventario de 60 000 dólares.
3. La gerencia espera que no haya necesidades adicionales de financiamiento aparte de lo mencionado en el inciso 1), y planea usar el efectivo generado por las operaciones como la fuente principal de financiamiento.

Al final del año 8, la gerencia le pide a usted analizar la viabilidad de la propuesta. Le proporciona los datos financieros que se presentan a continuación para ayudarle en su análisis.

	31 DE DICIEMBRE		
	Año 8	Año 7	Cambio neto
Activo			
Efectivo	$ 471 000	$ 307 000	$ 164 000
Valores realizables de renta variable, al costo	150 000	250 000	(100 000)
Provisión para ajustar los valores al precio de mercado	(10 000)	(25 000)	15 000
Cuentas por cobrar, neto	550 000	515 000	35 000
Inventarios	810 000	890 000	(80 000)
Inversión en Top Corp., a valor líquido	420 000	390 000	30 000
Inmuebles, planta y equipo	1 145 000	1 070 000	75 000
Menos depreciación acumulada	(345 000)	(280 000)	(65 000)
Patentes, neto	109 000	118 000	(9 000)
Total del activo	$3 300 000	$3 235 000	$ 65 000
Pasivos y capital de los accionistas			
Cuentas por pagar y pasivo acumulado	$ 845 000	$ 960 000	$(115 000)
Pagarés, largo plazo	600 000	900 000	(300 000)
Impuestos diferidos	190 000	190 000	—
Acciones ordinarias, valor a la par $10	850 000	650 000	200 000
Capital pagado adicional	230 000	170 000	60 000
Utilidades retenidas	585 000	365 000	220 000
Total del pasivo y capital	$3 300 000	$3 235 000	$ 65 000

Información adicional:

1. El 2 de enero del año 8, Dover vendió equipo que costaba 45 000 dólares, con valor en libros de 28 000 dólares, en 18 000 dólares en efectivo.
2. El 31 de marzo del año 8, Dover vendió valores realizables de renta variable en 119 000 dólares en efectivo. No hay otras transacciones relacionadas con valores realizables de renta variable.
3. El 15 de abril del año 8, Dover emitió 20 000 acciones ordinarias para venderlas al contado a 13 dólares por acción.
4. El 1 de julio del año 8, Dover compró equipo por 120 000 dólares en efectivo.
5. El ingreso neto de Dover en el año 8 ascendió a 305 000 dólares. Dover pagó un dividendo en efectivo de 85 000 dólares el 26 de octubre del año 8.
6. Dover adquirió una participación de 20% en las acciones ordinarias de Top Corporation durante el año 5. No hay crédito mercantil atribuible a la inversión, que se contabiliza usando el método de participación. Top manifiesta un ingreso neto de 150 000 dólares durante el año que finalizó el 31 de diciembre del año 8. No se pagaron dividendos sobre las acciones ordinarias de Top durante el año 8.

Se requiere:

Prepare un análisis para evaluar la viabilidad financiera de los planes de la gerencia. (*Sugerencia:* Prepare un estado de flujos de efectivo. Use el método indirecto.)

COMPROBACIÓN
CFO, 272 000 dólares

CAPÍTULO OCHO

8

RENDIMIENTO DEL CAPITAL INVERTIDO Y ANÁLISIS DE RENTABILIDAD

RETROSPECTIVA

En el capítulo 7 se examinaron las mediciones de los flujos de efectivo de las actividades empresariales y se demostró cómo esta información complementa el estudio de las mediciones de la acumulación que se hace en los primeros capítulos. También se demostró cómo la reconstrucción de las transacciones facilita el empleo de los datos del flujo de efectivo.

EN ESTE CAPÍTULO

Este capítulo se centra en el rendimiento y se concede particular importancia a la rentabilidad. Se hace hincapié en el rendimiento del capital invertido y se explican las variaciones en su medición. Se presta especial atención al rendimiento de los activos netos de operación y al del capital contable. Se exploran las desagregaciones de ambas mediciones del rendimiento y se describe la importancia para el análisis. El apalancamiento financiero se explica y analiza usando las mediciones de rendimiento que se explican en este capítulo.

MÁS ADELANTE

En el capítulo 9 se amplía el enfoque en las herramientas de análisis para incluir el análisis prospectivo y las proyecciones de los estados financieros. Se ilustra la mecánica de pronosticación y se demuestra la aplicación del análisis prospectivo en la valoración de las acciones ordinarias.

OBJETIVOS DEL ANÁLISIS

- Describir la utilidad de las mediciones del rendimiento en el análisis de los estados financieros.
- Explicar el rendimiento del capital invertido y las variaciones en su cálculo.
- Analizar el rendimiento de los activos netos de operación y su utilidad para el análisis.
- Describir la desagregación del rendimiento de los activos netos de operación y la importancia de sus componentes.
- Describir la relación entre margen de utilidad y rotación de activos.
- Analizar el rendimiento del capital contable y su función en el análisis.
- Describir la desagregación del rendimiento del capital contable y el significado de sus componentes.
- Explicar el apalancamiento de operación y financiero y cómo evaluar el éxito de una empresa en el uso del apalancamiento para incrementar los rendimientos.

¿Lo que GAP necesitaba?

San Francisco, El rendimiento de las acciones de capital de Gap Inc. alcanzó un récord máximo de 59% en 2000 y enseguida empezó a caer en picada. Gap había perdido el contacto con sus clientes. Sus líneas distintivas se volvieron obsoletas, y su propia línea de ropa económica Old Navy le robó la clientela a las líneas de Gap que tenían márgenes superiores de utilidad y abarató la imagen de la compañía. El crecimiento de las ventas bajó de más de 30% anual a menos de la mitad de ese porcentaje. La rotación de inventarios disminuyó de más de siete veces al año a menos de cuatro, al tiempo que la empresa luchaba por reducir los inventarios sin vender.

Gap había pedido mucho dinero prestado que gastó en la remodelación y ampliación de sus tiendas. Su apalancamiento financiero aumentó a más de 0.76 dólares en deuda por cada dólar de capital, casi el doble del promedio de 0.40 dólares de todas compañías que cotizan en bolsa. En virtud de su falta de rentabilidad y elevada carga de endeudamiento, las agencias de crédito redujeron la calificación de los bonos de Gap a apenas por encima de la categoría "chatarra".

Gap necesitaba con desesperación un cambio de estrategia. Se contrató a Paul Pressler para que dirigiera la empresa. Pressler había dirigido anteriormente los parques temáticos de Disney y trajo consigo un nuevo centro de atención sobre el cliente. Comenzó por cerrar las tiendas que no eran rentables para generar efectivo que luego usó para pagar parte de la deuda. El apalancamiento financiero de Gap disminuyó en más de la mitad a un nivel más conservador de 29%.

...Gap todavía tiene que regresar a sus años de gloria...

Mejoró los sistemas de información de la compañía para adquirir mayor control sobre las operaciones, y el margen de utilidad bruta aumentó de 30 a 39%; un incremento espectacular para una empresa que opera en la industria de ropa al menudeo, que es muy competitiva. Pressler también logró recortar un punto porcentual de los gastos de venta, generales y administrativos de Gap expresados como un porcentaje de las ventas.

El incremento en el margen bruto y el decremento en los costos de operación se combinaron para aumentar el margen de utilidad de operación, de niveles de pérdida a 8% de utilidad, que es mucho más alto que el promedio de 5.5% entre los competidores.

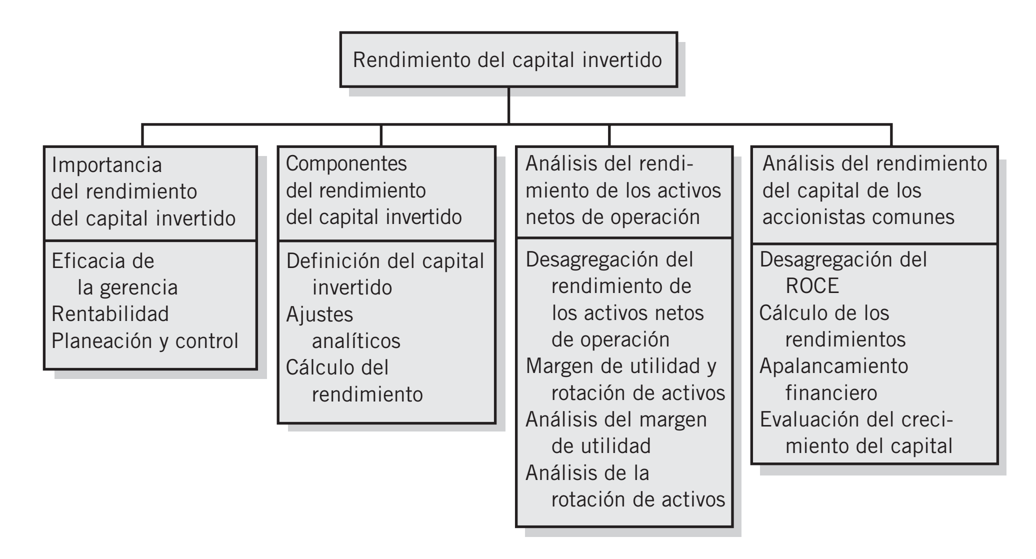
En respuesta, el precio de las acciones de Gap se duplicó. Sin embargo, muchos analistas consideran que el mayor precio de las acciones refleja simplemente un balance general más sólido, ya que Gap usó el efectivo para reducir el endeudamiento y recomprar acciones.

Todavía falta que el aspecto de la comercialización de Gap rinda frutos. "Las tiendas no se ven bien; el producto no es sensacional, aunque tampoco es sólo bueno", comenta Jennifer Black, analista de comercio al menudeo, que tiene su propia empresa. "Perdieron su centro de atención... ¿a qué clientes está dirigido su producto?" (*Forbes,* 2005)

Los despidos de personal y las modernizaciones de los sistemas sólo pueden servir hasta cierto punto. Aunque hasta el momento Pressler ha sido lo que Gap necesitaba, todavía tiene que regresar a Gap a sus años de gloria como uno de los mejores comercializadores. El precio de las acciones de Gap no repuntará por completo sino hasta que logre lo anterior.

PRESENTACIÓN PRELIMINAR DEL CAPÍTULO 8

El análisis de los estados financieros implica evaluar tanto el riesgo como el rendimiento. El *rendimiento del capital invertido* se refiere a las utilidades de una empresa con respecto a la cuantía y el origen del financiamiento. Se trata de una medición del éxito de la compañía en el uso del financiamiento para generar utilidades. En este capítulo se describe el rendimiento del capital invertido y sus implicaciones para el análisis de los estados financieros. Se explican las variaciones en la medición del rendimiento del capital invertido y su interpretación. También se desagrega el rendimiento del capital invertido en sus componentes más importantes para entender mejor el desempeño de la empresa y las operaciones futuras. Se examina la función que desempeña el apalancamiento financiero y su importancia para el análisis de los rendimientos. En este capítulo se demuestra cada una de estas técnicas de análisis usando datos reales de estados financieros, incluidos los de Campbell Soup Company.



IMPORTANCIA DEL RENDIMIENTO DEL CAPITAL INVERTIDO

El desempeño de una empresa se puede analizar de varias maneras. Los ingresos brutos, los ingresos netos y el crecimiento de los activos son mediciones de desempeño que se utilizan comúnmente. Sin embargo, ninguna de estas mediciones *en lo individual* es útil como medida completa del desempeño de la empresa. La razón de lo anterior es la interdependencia de las susodichas medidas y la interdependencia de las actividades empresariales. Por ejemplo, los incrementos en los ingresos son provechosos sólo si aumentan las utilidades. Los incrementos en los activos sólo son deseables si generan volúmenes adicionales de ventas. Para evaluar el ingreso neto es necesario relacionarlo con el capital invertido. Por ejemplo, una utilidad de un millón de dólares se evalúa de forma diferente si el capital invertido de una empresa es de 2 millones de dólares o de 200 millones de dólares.

El análisis del desempeño de una compañía exige un análisis *conjunto,* donde una medición se evalúa en relación con otra. La relación entre ingreso y capital invertido, denominada **rendimiento del capital invertido** (**ROIC**, siglas de Return on invested capital) o *rendimiento de la inversión (ROI, siglas de Return on investment),* es tal vez la medición más ampliamente reconocida del desempeño empresarial. Permite comparar compañías en cuanto al éxito obtenido con el capital invertido. También permite evaluar el rendimiento de una empresa en relación con el riesgo de inversión de capital de ésta, y se puede comparar el rendimiento del capital invertido con los rendimientos de otras inversiones. Los bonos gubernamentales de tesorería reflejan un rendimiento mínimo debido a su bajo riesgo. Se espera que las inversiones más riesgosas produzcan rendimientos más altos. El análisis del rendimiento del capital invertido compara el ingreso de una compañía, u otra medición de desempeño, con la cuantía y el origen del financiamiento de la empresa. Determina la capacidad que tiene una compañía de triunfar, atraer financiamiento, pagar a los acreedores y recompensar a los propietarios. El rendimiento del capital invertido se usa en varias áreas del análisis, entre otras: 1) eficacia de la gerencia, 2) nivel de rentabilidad, y 3) planeación y control.

Medición de la eficacia de la gerencia

El nivel de rendimiento del capital invertido depende sobre todo de la habilidad, el ingenio, la inventiva y la motivación de la gerencia. La gerencia es responsable de las actividades comerciales de la empresa. Toma decisiones financieras, de inversión y operación. Selecciona tareas, planea estrategias y ejecuta planes. El rendimiento del capital invertido, en especial cuando se calcula a lo largo de intervalos de un año o más largos, es una medición apropiada de la eficacia de la gerencia de una compañía.

Medición de la rentabilidad

El rendimiento del capital invertido es un indicador importante de la fortaleza financiera a largo plazo de una compañía. Usa mediciones resumidas tanto del estado de resultados (utilidades) como del balance general (financiamiento) para evaluar la rentabilidad. Esta medición de la rentabilidad tiene varias ventajas sobre otras mediciones de largo plazo de la fortaleza financiera o la solvencia, que dependen solamente de las partidas del balance general (como la razón de deuda a capital). Comunica con eficacia el rendimiento del capital invertido desde las varias perspectivas de los diferentes contribuyentes del financiamiento (acreedores y accionistas).

Medición útil para la planeación y el control

El rendimiento del capital invertido cumple una función importante en planear, presupuestar, coordinar, evaluar y controlar las actividades empresariales. Este rendimiento se compone de los rendimientos (y pérdidas) obtenidos por los segmentos o divisiones de la empresa. Estos rendimientos de los segmentos se componen a su vez de los rendimientos obtenidos individualmente por las líneas de productos, los proyectos y otros componentes. Una empresa bien administrada ejerce control sobre los rendimientos obtenidos por cada uno de sus centros de utilidades y recompensa a los gerentes por estos resultados. Al evaluar las alternativas de inversión, la gerencia evalúa el desempeño en relación con los rendimientos esperados. A partir de esta evaluación surgen decisiones estratégicas y planes de acción para la compañía.

RENDIMIENTO DE DELL
En Dell Computer, el departamento de marketing calcula el rendimiento de la inversión por *cada* venta de equipo.

PUNTO DE VISTA DEL ANÁLISIS ...USTED ES EL AUDITOR

Usted es el gerente de auditoría responsable de la realización de pruebas de auditoría en la empresa manufacturera de un cliente. Sus procedimientos analíticos revelan un aumento de 3% en las ventas, de 2 a 2.06 millones de dólares, y un decremento de 4% en los gastos totales, de 1.9 a 1.824 millones de dólares. Ambos cambios se ubican dentro del criterio de "lo razonable" de ±5%. En consecuencia, no amplía las pruebas de auditoría de estas cuentas. El socio auditor a cargo cuestiona el hecho de que no se le haya dado seguimiento a esas desviaciones y menciona expresamente el análisis *conjunto.* ¿A qué se refiere el socio auditor?

Respuesta, página 444

COMPONENTES DEL RENDIMIENTO DEL CAPITAL INVERTIDO

El análisis del desempeño de una compañía en el que se usa el rendimiento del capital invertido es sólido y atractivo en términos conceptuales. El **rendimiento del capital invertido** se calcula como sigue:

$$\frac{\text{Ingreso}}{\text{Capital invertido}}$$

Sin embargo, no existe consenso total respecto al cálculo del numerador o el denominador en esta relación. Estas diferencias son válidas y se originan de las diversas perspectivas de los usuarios de los estados financieros. En esta sección se describen estas diferencias y se explican cómo los diferentes cálculos son pertinentes para distintos usuarios o análisis. Se empieza con una explicación del capital invertido, seguida por la consideración del ingreso.

Capital invertido de una empresa típica

Deuda a largo plazo

Pasivo circulante

Acciones preferentes

Acciones comunes

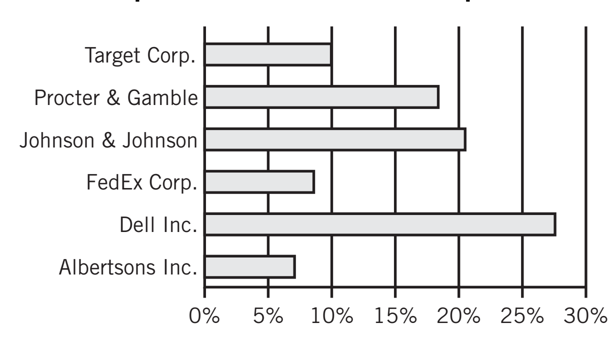
Definición de capital invertido

No existe una medición universal del capital invertido con base en la cual se pueda calcular la tasa de rendimiento. Las diferentes mediciones del capital invertido que se utilizan reflejan las distintas perspectivas de los usuarios. En esta sección se describen dos mediciones diferentes del capital invertido y se explican sus implicaciones para los distintos usuarios e interpretaciones.

Activos netos de operación

Muchos analistas dividen el balance general y el estado de resultados en los componentes operativo y no operativo y calculan un **rendimiento de activos netos de operación (RNOA**, siglas de Return on net operating assets) como la medición que representa el resumen del desempeño. Esta división de los estados financieros en componente operativo y componente no operativo resulta de la noción de que las actividades de operación son las de más larga duración y más importantes para la determinación del precio de las acciones.

Ingreso neto de operación después de impuestos a activos netos de operación



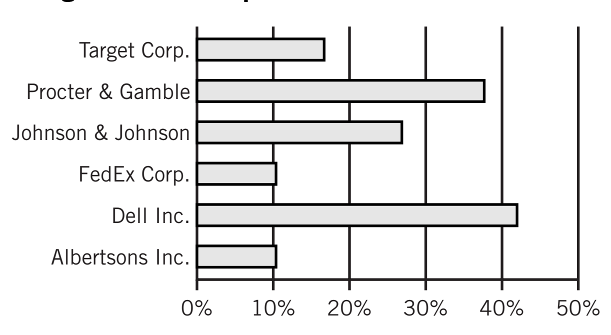
Las actividades de operación son las actividades centrales de la empresa. Incluyen todas las actividades necesarias para llevar el producto o servicio de una compañía al mercado y satisfacer las necesidades de sus clientes. Las actividades de operación son cruciales y las compañías tienen que ejecutarlas bien a la larga si pretenden sobrevivir. En el estado de resultados, las actividades de operación típicamente incluyen las ventas, el costo de los bienes vendidos y los gastos de venta, generales y administrativos. En el balance general, las actividades de operación están representadas por los activos y pasivos que se relacionan con esas cuentas del estado de resultados, como cuentas por cobrar; inventarios; inmuebles, planta y equipo; cuentas por pagar; y gastos acumulados.

Muchas empresas invierten el superávit de efectivo en activos financieros, como los títulos negociables, y ganan rendimientos que típicamente se incluyen en el estado de resultados como “otros” ingresos. Asimismo, las empresas piden préstamos a corto y largo plazos, que generan gastos de intereses. Aunque la administración eficaz de una cartera de inversión junto con el endeudamiento bien pensado pueden beneficiar a los ingresos, estos ingresos y gastos ajenos a la operación se consideran secundarios a las actividades centrales de operación de la empresa. En consecuencia, los rendimientos de las inversiones y los gastos de endeudamiento no tienen por lo general ningún efecto importante en el valor de la compañía, a menos que sean extremos.

El enfoque de los autores de este libro es analizar una compañía a lo largo de esta dimensión de operación/no de operación, con el rendimiento de los activos netos de operación (RNOA) como la medición que resume el desempeño. El RNOA, que se estudia con mayor detalle a continuación, se define como la utilidad neta de operación después de impuestos (NOPAT, siglas de Net operating income after tax) dividida entre el promedio de activos netos de operación (NOA, siglas de Net operating assets).

Más específicamente, los activos de operación se componen del activo total menos los activos financieros, como las inversiones en títulos negociables. Los pasivos de operación se componen del pasivo total menos la deuda que causa intereses. Los activos de operación menos los pasivos de operación producen los *activos netos de operación (NOA)*. La medición apropiada de los ingresos que debe compararse con los activos netos de operación es la *utilidad neta de operación después de impuestos (NOPAT),* que equivale a ingresos menos gastos de operación, como el costo de los bienes vendidos; los gastos de venta, generales y administrativos; y los impuestos (NOPAT excluye el ingreso por inversiones y los gastos de intereses). Se explica con mayor detalle la composición tanto de NOA como de NOPAT más adelante en este capítulo. Los rendimientos de los activos netos de operación de algunas compañías se proporcionan en el gráfico que aparece al margen.

Capital en acciones comunes



El **rendimiento del capital común** (**ROCE**, siglas de Return on common equity) se define como el ingreso neto menos los dividendos preferentes y el resultado dividido entre el promedio del capital común. El capital común es igual al total del capital contable menos las acciones preferentes. Estas últimas se excluyen del cálculo puesto que, desde el punto de vista de los accionistas comunes, las acciones preferentes imponen una obligación fija a los activos netos y el flujo de efectivo de la compañía, de la misma manera que la deuda.

También puede decirse que el capital común es igual a activo total menos pasivo y acciones preferentes. La proporción de pasivo y capital propio que financian los activos es una decisión de la estructura del capital que cada compañía debe tomar. La cantidad de financiamiento propio en la estructura del capital y, en consecuencia, el monto de los recursos propios que se usan en el cálculo del rendimiento del capital es, por tanto, una función del grado en que la compañía se financia con deuda (esto es, más deuda significa menos capital propio). Asimismo, el numerador (ingreso neto) se ve afectado por el monto del gasto de intereses que la compañía tiene que pagar sobre su deuda. Como se explica con mayor detalle a continuación, el rendimiento del capital común condensa el rendimiento de los activos netos de operación que se explicaron antes y los efectos del apalancamiento financiero (el uso de deuda, en lugar de recursos propios, en la estructura del capital). La relación entre ingreso neto y capital común de algunas compañías se presenta en el gráfico que aparece al margen.

Cálculo del capital invertido en el periodo

Independientemente de la definición de *capital invertido,* el rendimiento durante el periodo se compara con su base de inversión. El capital invertido en el periodo de un modo característico se calcula usando el capital *promedio* disponible para una compañía durante el periodo. Para reflejar los cambios en el capital invertido durante el periodo se usa un promedio. El método más común consiste en sumar el capital invertido al principio y al final del año y dividir el resultado entre dos. Es preciso tener cuidado al aplicar los promedios. Las empresas en algunas industrias eligen un año "natural" en lugar de un año calendario comercial. Por ejemplo, en el comercio al menudeo el año natural termina cuando los inventarios y ventas bajan (por ejemplo, el 31 de enero después de la temporada navideña). En este caso, el promedio de los fines de año produce el capital invertido mínimo en vez del promedio durante el periodo. Un método más preciso consiste en promediar cantidades intermedias; por ejemplo, sumar las cantidades de capital invertido al final de cada trimestre y dividir el resultado entre cuatro.

LIMPIEZA
Las compañías de seguros exigen cada vez más requisitos a las corporaciones, como:

- Acceso a los informes de los auditores externos.
- Más interrogatorios al director general y al director de finanzas
- Mayor escrutinio de la información financiera por parte de especialistas.
- Revisiones de los historiales de los ejecutivos y de la participación del consejo de administración en la empresa.

Ajustes al capital invertido e ingreso

El análisis del rendimiento del capital invertido usa las cifras dadas a conocer en los estados financieros como punto de partida. Como se explicó en varios capítulos anteriores, muchas cifras contables requieren ajuste analítico. Además, es necesario incluir varias cifras no manifestadas en los estados financieros. Algunos ajustes, como los que se relacionan con el inventario, afectan tanto el numerador como el denominador del rendimiento del capital invertido y moderan el efecto de éstos. Sea cual sea el efecto, el análisis del rendimiento del capital invertido debe usar cifras correctamente ajustadas de los estados financieros, como se describe en capítulos anteriores.

Cálculo del rendimiento del capital invertido

En esta sección se aplica la anterior exposición a un análisis del rendimiento del capital invertido. Se ilustran las diferentes mediciones tanto del ingreso como del capital invertido en los cálculos. Para este propósito, se parte de los estados financieros de Excell Corporation, que se reproducen en las figuras 8.1 y 8.2. Los cálculos del rendimiento del capital invertido corresponden al año 9 y se usan cantidades redondeadas al millón de dólares más próximo.

Figura 8.1

EXCELL CORPORATION
Estado de resultados
Correspondiente a los ejercicios que finalizaron el 31 de diciembre del año 8 y el año 9

(Miles de dólares)	Año 8	Año 9
Ventas	$1 636 298	$1 782 254
Costo de los bienes vendidos y gastos de operación	1 473 293	1 598 679
Utilidad de operación	163 005	183 575
Gasto por intereses	21 825	20 843
Utilidad antes de impuestos	141 180	162 732
Gastos por impuestos	52 237	58 584
Ingreso neto	$ 88 943	$ 104 148

Rendimiento de activos netos de operación

El **rendimiento de activos netos de operación (RNOA)** se calcula así:

$$\text{RNOA} = \frac{\text{Utilidad neta de operación después de impuestos (NOPAT)}}{\text{Promedio de activos netos de operación (NOA)}}$$

El denominador de la ecuación, los **activos netos de operación (NOA),** es igual a los activos de operación menos los pasivos de operación. Los activos y pasivos de operación son aquellos que se necesitan para realizar las actividades comerciales de la compañía e incluyen efectivo; cuentas por cobrar; inventarios; gastos prepagados; activos en impuestos diferidos; inmuebles, planta y equipo (PPE); e inversiones a largo plazo relacionadas con adquisiciones estratégicas (como las inversiones del método de participación, el crédito mercantil y los activos intangibles adquiridos). Deducidos de estos activos de operación se encuentran los pasivos circulantes de operación, como las cuentas por pagar y los gastos acumulados, y los pasivos de operación a largo plazo, como las pensiones y otras obligaciones derivadas de las prestaciones postjubilación (OPEB) y los pasivos en los pagos diferidos del impuesto sobre la renta.

Los activos no operativos incluyen inversiones en títulos negociables, inversiones de capital no estratégicas e inversiones en operaciones discontinuadas antes de la venta. Los pasivos no operativos incluyen bonos y otros pasivos de largo plazo que causan intereses, así como la parte a largo plazo de los arrendamientos capitalizados. Las **obligaciones financieras netas (NFO**, siglas de Net financial obligations) son iguales a los pasivos no operativos menos los activos no operativos (los pasivos se apuntan primero para que el resultado tenga signo positivo, ya que la mayoría de las empresas tienen más pasivos financieros que activos financieros).

La distinción entre las actividades de operación y las actividades ajenas a la operación se resumen en la siguiente representación de un balance general representativo:

BALANCE GENERAL

Activos de operación	OA	Pasivos financieros*	FL
Menos pasivos de operación	(OL)	Menos activos financieros	(FA)
		Obligaciones financieras netas	NFO
		Capital de los accionistas†	SE
Activos netos de operación	NOA	Financiamiento neto	NFO + SE‡

**Incluye acciones preferentes.*
†Excluye acciones preferentes.
‡NOA = NFO + SE

Figura 8.2

EXCELL CORPORATION
Balance general
al 31 de diciembre del año 8 y el año 9

(Miles de dólares)	Año 8	Año 9
Activo		
Efectivo	$ 115 397	$ 71 546
Títulos negociables	38 008	43 854
Cuentas por cobrar neto	177 538	182 859
Inventarios	204 362	256 838
Total del activo circulante	535 305	555 097
Inversiones en subsidiarias no consolidadas	33 728	62 390
Títulos negociables	5 931	56 997
Inmuebles planta y equipo neto	1 539 221	1 633 458
Crédito mercantil	6 550	6 550
Total del activo a largo plazo	1 585 430	1 759 395
Total del activo	$2 120 735	$2 314 492
Pasivo		
Pagarés	$ 7 850	$ 13 734
Cuentas por pagar	138 662	155 482
Impuestos por pagar	24 370	13 256
Vencimientos actuales de deuda a largo plazo	30 440	33 822
Total del pasivo circulante	201 322	216 294
Deuda a largo plazo	507 329	473 507
Pensiones y obligaciones por OPEB	743 779	852 237
Total del pasivo a largo plazo	1 251 108	1 325 744
Capital		
Acciones comunes	413 783	413 783
Capital pagado adicional	19 208	19 208
Utilidades retenidas	436 752	540 901
Acciones en tesorería	(201 438)	(201 438)
Total del capital de los accionistas	668 305	772 454
Total del pasivo y capital	$2 120 735	$2 314 492

Puesto que la ecuación contable estipula que Activo = Pasivo + Capital contable, también se puede representar el balance general con la siguiente identidad basada en las actividades de operación y ajenas a la operación:

Activos netos de operación (NOA) = Obligaciones financieras netas (NFO) + Capital de los accionistas (SE)

En el caso de Excell Corporation (figura 8.2), los activos netos de operación (NOA) son iguales al activo total menos los activos no operativos, como las inversiones a corto y largo plazos en títulos negociables. Los pasivos de operación son iguales al pasivo total menos los pasivos no operativos, como los pagarés a bancos, la deuda a largo plazo pagadera en el transcurso de un año y la deuda a largo plazo. Los activos netos de operación (NOA) de los años 8 y 9 se calculan como sigue:

	Año 8	Año 9
Efectivo	$ 115 397	$ 71 546
Cuentas por cobrar, neto	177 538	182 859
Inventarios	204 362	256 838
Inversiones en subsidiarias no consolidadas	33 728	62 390
Inmuebles, planta y equipo, neto	1 539 221	1 633 458
Crédito mercantil	6 550	6 550
Cuentas por pagar	(138 662)	(155 482)
Impuestos por pagar	(24 370)	(13 256)
Pensiones y obligaciones por OPEB	(743 779)	(852 237)
Activos netos de operación	$1 169 985	$1 192 666

Las inversiones en subsidiarias no consolidadas se relacionan con las inversiones del método de participación, que se explican en el capítulo 5. Se presume que son inversiones estratégicas y, por tanto, se tratan como activos de operación. Asimismo, el crédito mercantil se trata como activo de operación siempre que la inversión sea de carácter estratégico y así se presume a menos que los hechos indiquen lo contrario. Las inversiones en las operaciones discontinuadas (no presentes en este ejemplo) se tratan como no de operación puesto que la unidad de negocios ya no contribuye a las utilidades de operación de la empresa.

Las obligaciones financieras netas son iguales a las obligaciones financieras, como los pagarés y otros tipos de deuda y dividendos por pagar (no presentes en este ejemplo), menos los activos financieros, como las inversiones a corto y largo plazos en títulos negociables. En el caso de Excell, las NFO de los años 8 y 9 se calculan como sigue:

	Año 8	Año 9
Pagarés	$ 7 850	$ 13 734
Vencimientos actuales de deuda a largo plazo	30 440	33 822
Deuda a largo plazo	507 329	473 507
Títulos negociables — corto plazo	(38 008)	(43 854)
Títulos negociables — largo plazo	(5 931)	(56 997)
Obligaciones financieras netas	$501 680	$420 212

Por último, NOA = NFO + SE como sigue:

	NOA	= NFO	+ SE
Año 8	1 169 985 dólares	= 501 680 dólares	+ 668 305 dólares
Año 9	1 192 666 dólares	= 420 212 dólares	+ 772 454 dólares

El numerador de la ecuación del RNOA, **utilidad neta de operación después de impuestos (NOPAT)**, es la utilidad después de impuestos que se gana de los activos netos de operación. La distinción entre actividades de operación y no de operación se resume en la siguiente representación de un estado de resultados distintivo:

ESTADO DE RESULTADOS

Ingresos brutos de operación		OR
Gastos de operación		(OE)
Gasto por impuestos de operación		
Provisión para impuestos	(TAX)	
Escudo fiscal	(SHLD)	
Gasto por impuestos de operación		(TE)
Ingreso de operación		OI
Gasto financiero neto		
Gasto por intereses*	(INTX)	
Ingresos por intereses	INTR	
Escudo fiscal sobre intereses	SHLD	
Gasto financiero neto		(NFE)
Ingreso neto		(NI)

**Incluye dividendos de acciones preferentes.*

El ingreso de operación incluye las ventas menos el costo de los bienes vendidos (COGS, siglas de Cost of goods sold), los gastos de operación (OE, Operating expenses), como los gastos de venta, generales y administrativos (SG&A, siglas de Selling, general and administrative), y el impuesto sobre la renta. El gasto de impuestos de operación tiene dos componentes: la provisión para impuestos menos el escudo fiscal. El escudo fiscal de los intereses se refiere a la reducción del ingreso gravable (y, por tanto, del gasto de impuestos) que surge de la deducibilidad del gasto por intereses. El escudo fiscal de los intereses reduce la tasa tributaria efectiva (gasto de impuestos/ingreso antes de impuestos) que se aplica tanto a la utilidad de operación antes de impuestos como a los ingresos y gastos que no provienen de la operación. Las partidas excluidas de NOPAT incluyen los ingresos y gastos por intereses, los ingresos por dividendos, las ganancias y pérdidas de inversiones no de operación y el ingreso o la pérdida de las operaciones discontinuadas (todo calculado después de deducir los impuestos).

Específicamente, la NOPAT se calcula como sigue:[1]

NOPAT = (Ventas − Gastos de operación) × (1 − [Gasto por impuestos/Utilidad antes de impuestos])

En el caso de Excell, la cifras de NOPAT para los años 8 y 9 son:

	Tasa tributaria efectiva	NOPAT
Año 8	52 237 dls./141 180 dls. = 37%	163 005 dls. × (1 − 37%) = 102 693 dólares
Año 9	58 584 dls./162 732 dls. = 36%	183 575 dls. × (1 − 36%) = 117 488 dólares

El **rendimiento de los activos netos de operación (RNOA)** de Excell para el año 9 es igual a:

RNOA = NOPAT/Promedio de NOA
= 117 488 dls./[1 169 985 dls. + 1 192 666 dls.) ÷ 2]
= 9.95%

Rendimiento del capital común de los inversionistas.

El rendimiento del capital común de manera característica excluye todo del capital invertido, salvo el capital común de los inversionistas. El **rendimiento del capital común de los inversionistas** de Excell Corporation en el año 9 se calcula así:

[1] También, algunos analistas simplemente *suponen* una tasa fija marginal del impuesto a las sociedades mercantiles; por ejemplo, 35%. La implicación es que las desviaciones respecto de esta tasa *supuesta* se tratan como ingresos (gastos) no de operación.

$$\frac{\text{Ingreso neto} - \text{Dividendos preferentes}}{\text{Promedio del capital de los accionistas comunes}}$$

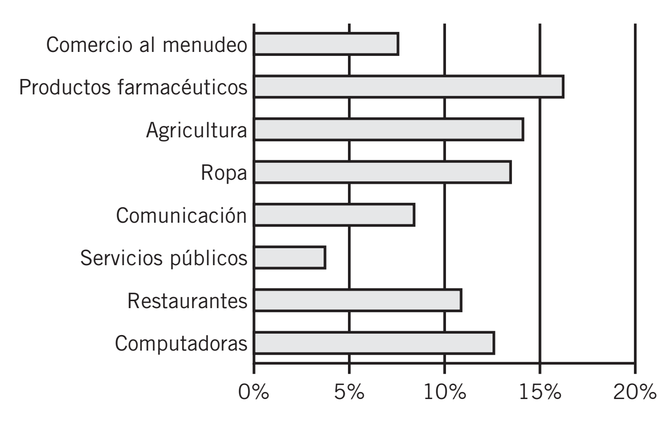
$$\frac{\$104\,148 - \$0}{(\$668\,305 + \$772\,454)/2} = 14.46\%$$

Como se explica en páginas más adelante, ROCE (siglas de Return on common equity: rendimiento del capital común de los accionistas) consta de dos componentes: un rendimiento de operación (RNOA) y un rendimiento de no operación (los efectos positivos o negativos del apalancamiento financiero). El mayor rendimiento del capital de los accionistas comunes de Excell, en comparación con el rendimiento de los activos netos de operación, refleja los efectos favorables del apalancamiento financiero en este caso.

ANÁLISIS DEL RENDIMIENTO DE LOS ACTIVOS NETOS DE OPERACIÓN

El rendimiento del capital invertido es útil para evaluar la administración, analizar la rentabilidad y para la planeación y control. El uso del rendimiento del capital invertido para estas tareas exige una comprensión cabal de dicha medición del rendimiento. Esto se debe a que la medición del rendimiento incluye componentes que poseen el potencial de ayudar a entender el desempeño de la empresa. En esta sección se examina este rendimiento cuando el capital invertido se ve desde el punto de vista de la operación, comúnmente denominado **rendimiento de los activos netos de operación (RNOA).**

Rendimiento de los activos netos de operación de algunas industrias



Desglose del rendimiento de los activos netos de operación

Recuérdese que el rendimiento de los activos netos de operación (RNOA) se calcula así:

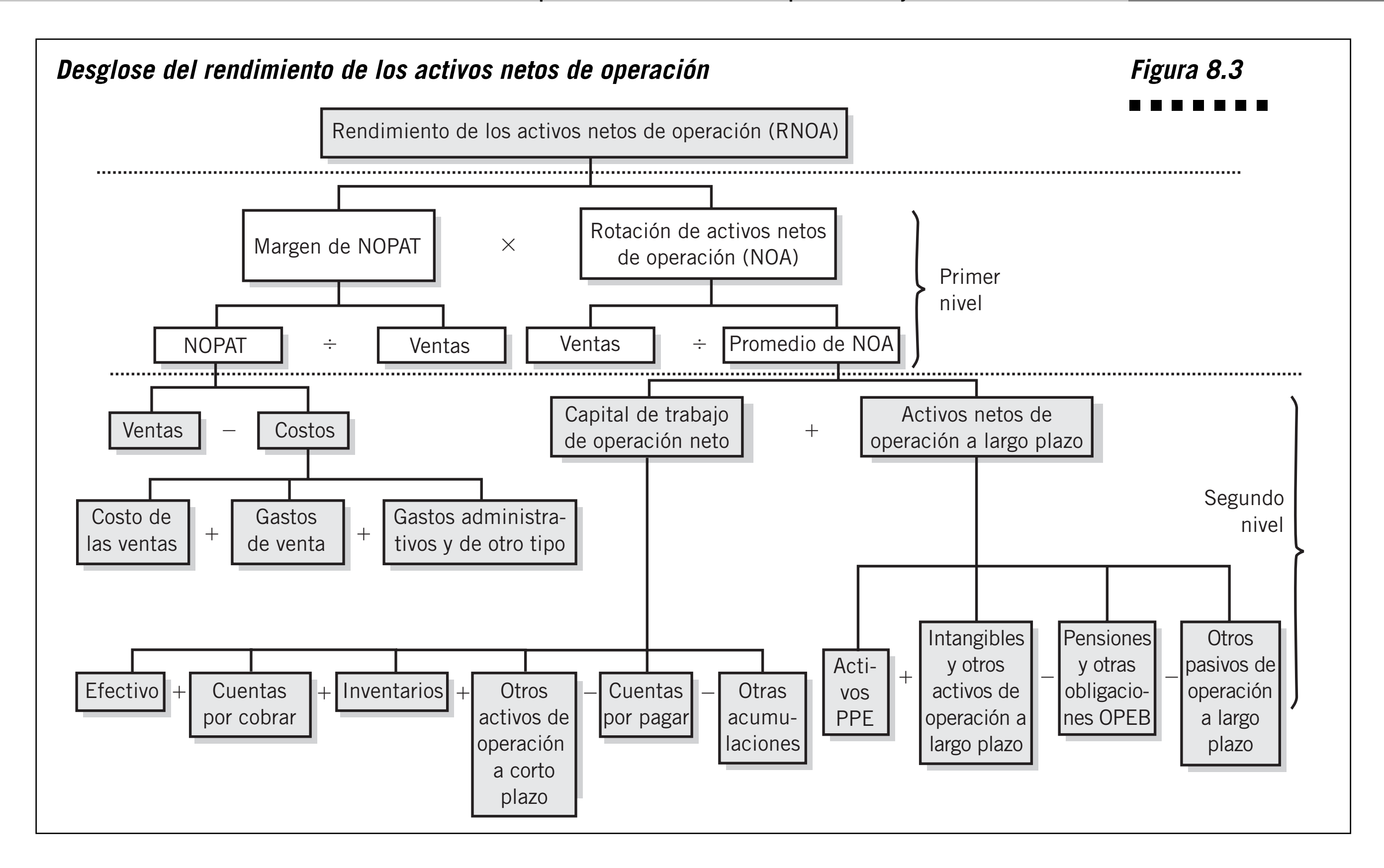
$$\frac{\text{Utilidad neta de operación después de impuestos (NOPAT)}}{\text{Promedio de activos netos de operación (NOA)}}$$

Este rendimiento puede separarse en componentes significativos en relación con las ventas. Este desglose del rendimiento de los activos netos de operación es:

Rendimiento de activos netos de operación = Margen de utilidad neta de operación × Rotación de activos netos de operación

$$\frac{\text{NOPAT}}{\text{Promedio de NOA}} = \frac{\text{NOPAT}}{\text{Ventas}} \times \frac{\text{Ventas}}{\text{Promedio de NOA}}$$

La relación entre NOPAT y ventas se llama **margen de utilidad neta de operación** (o simplemente margen de NOPAT) y mide la rentabilidad operativa de la empresa en relación con las ventas. La relación ventas a activos netos de operación se llama **rotación de activos netos de operación** (o simplemente rotación de NOA) y mide la eficacia de una compañía para generar ventas de los activos netos de operación. Esta división destaca la función de estos componentes, tanto el margen de NOPAT como la rotación de NOA, en la determinación del rendimiento de los activos netos de operación (RNOA). El margen de NOPAT y la rotación de NOA son mediciones útiles que requieren analizarse para entender la rentabilidad de una empresa. En la figura 8.3 se describen los principales componentes que determinan el rendimiento de los activos netos de operación. El primer nivel de este análisis se centra en la interacción del margen de NOPAT y la rotación de NOA. El segundo nivel de análisis subraya otros factores importantes que determinan el margen de utilidad y la rotación de activos.



Efecto en el apalancamiento de operación

Los activos netos de operación (NOA) se reducen por los incrementos en los pasivos de operación y, en consecuencia, se incrementa la rotación de los activos netos de operación. Siempre que el incremento en los pasivos de operación no afecte el NOPAT, el RNOA también aumenta. El efecto de los pasivos de operación se observa en esta otra descomposición del RNOA:

$$\text{RNOA} = \frac{\text{NOPAT}}{\text{Ventas}} \times \frac{\text{Ventas}}{\text{Promedio de OA}} \times (1 + \text{OLLEV})$$

donde OA es Activos de operación (brutos) y OLLEV (**Promedio de pasivos de operación/promedio de NOA**) es la razón del apalancamiento de los pasivos de operación. Puesto que OLLEV es un número positivo, al aumentar OLLEV, aumenta también RNOA.

La intuición en la que se basa esta ecuación es: los pasivos de operación generalmente no suponen un costo si se usan con prudencia. Por ejemplo, el aumento de las cuentas por pagar mediante el retraso de los pagos permite a la compañía usar capital de los proveedores que no cuesta o cuesta muy poco siempre que el pago no se demore demasiado. [Sin embargo, en algún momento, el proveedor, al darse cuenta de que el uso de su capital está aumentando sus propios costos (esto es, las cuentas por cobrar, un activo que no devenga intereses, son más altas) exigirá un precio más alto por sus productos, o servicios, o tal vez decida suspender por completo las ventas a la compañía.] El resultado es una reducción en los NOA, ningún aumento en la NOPAT y un aumento en el RNOA. En efecto, la empresa se ha beneficiado del uso del capital de sus proveedores. Esto evita la necesidad de financiar los activos de operación con deuda costosa o capital contable.

Relación entre margen de utilidad y rotación de activos

La relación entre el margen de NOPAT y la rotación de NOA se ilustra en la figura 8.4. Según su definición, RNOA es igual al margen de NOPAT (en porcentaje) multiplicado por la rotación de NOA. Como muestra la figura 8.4, la Compañía X logra un RNOA de 10% con un margen

Figura 8.4 **Análisis del rendimiento de los activos netos de operación**

	Compañía X	Compañía Y	Compañía Z
Ventas	$ 5 000 000	$10 000 000	$ 10 000 000
NOPAT	$ 500 000	$ 500 000	$ 100 000
NOA	$5 000 000	$ 5 000 000	$ 1 000 000
Margen de NOPAT	10%	5%	1%
Rotación de NOA	1	2	10
Rendimiento de activos netos de operación	10%	10%	10%

relativamente alto de NOPAT y una rotación baja de NOA. En contraste, la Compañía Z logra el mismo RNOA, pero con un margen bajo de NOPAT y una rotación alta de NOA. El margen y la rotación de la Compañía Y se ubican entre estas dos compañías. Para ser precisos, la Compañía Y tiene un RNOA de 10% con un margen de NOPAT de la mitad de la Compañía X y una rotación de NOA del doble de la Compañía X. Esta figura indica que hay muchas combinaciones de márgenes de utilidad y rotaciones de activos que producen un RNOA de 10%.

Puesto que el RNOA es una función tanto del margen como de la rotación, resulta tentador analizar la capacidad de una compañía de aumentar el RNOA incrementando el margen de utilidad y manteniendo constante la rotación, o viceversa. Por desgracia, la respuesta no es así de sencilla porque las dos mediciones no son independientes. El margen de utilidad es una función de las ventas (precio de venta × unidades vendidas) y los gastos de operación. La rotación es también una función de las ventas (ventas/activos). En consecuencia, aumentar el margen de utilidad mediante un aumento en los precios de venta afecta las unidades vendidas. Además, las reducciones en los gastos de operación relacionados con el marketing para aumentar la rentabilidad por lo general influyen en la demanda del producto. Los precios de venta, marketing, investigación y desarrollo (I y D), producción y un sinnúmero de otras áreas de negocios deben administrarse con eficacia para maximizar el RNOA.

El análisis de los rendimientos de la figura 8.4 se puede generalizar para mostrar una gama continua de posibles combinaciones de márgenes de utilidad y rotaciones de activos que producen un rendimiento constante de los activos (la línea continua en la gráfica de la figura 8.5). La

Figura 8.5 **Relación entre margen de NOPAT, rotación de NOA y rendimiento de los activos netos de operación**

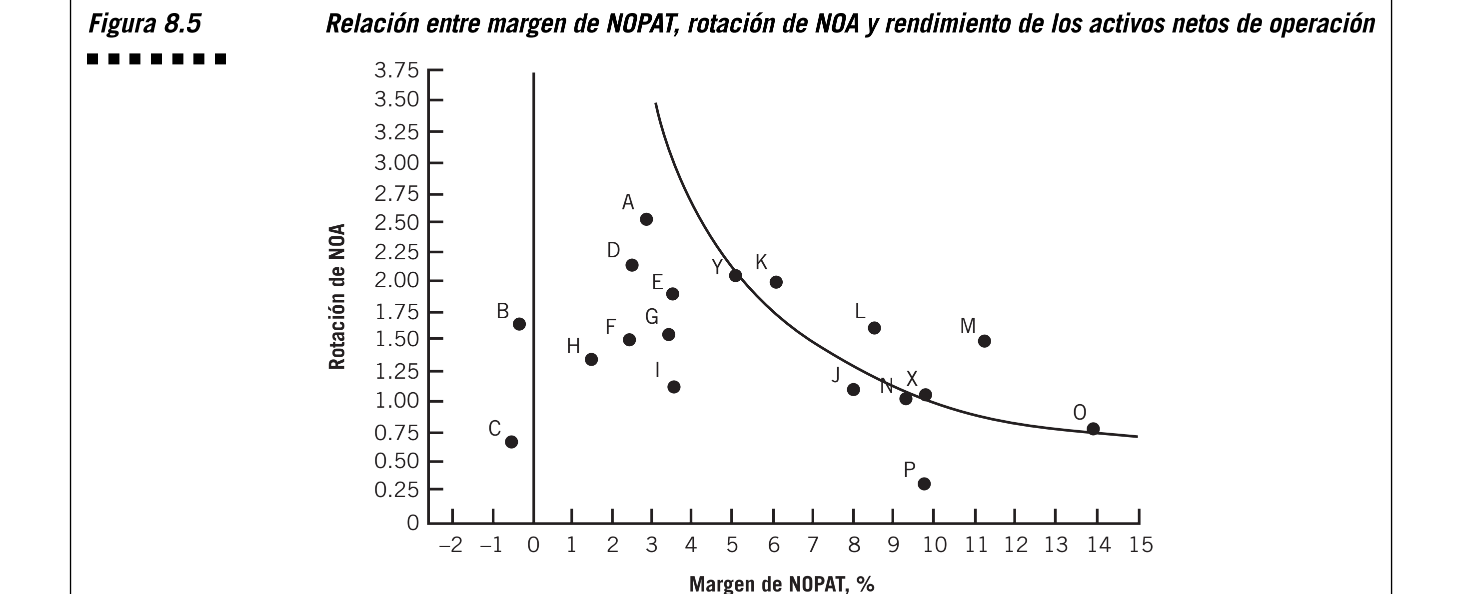


figura 8.5 representa gráficamente esta relación entre el margen de NOPAT (eje horizontal) y la rotación de NOA (eje vertical). La curva trazada en esta figura detalla todas las combinaciones del margen de NOPAT y la rotación de NOA que producen un rendimiento constante de los activos netos de operación. La pendiente de esta curva desciende de la esquina superior izquierda de un margen bajo de NOPAT y una rotación alta de NOA a la esquina inferior derecha de un margen alto de NOPAT y una rotación baja de NOA. Se marcan los datos de las Compañías X y Y (de la figura 8.4) en la figura 8.5 –que se designan puntos X y Y, respectivamente–. Los puntos restantes A a P son combinaciones de los márgenes de NOPAT y las rotaciones de NOA de otras compañías. La representación gráfica de los rendimientos de empresas dentro de una industria alrededor de una curva de rendimiento constante de los activos es un método valioso para comparar la rentabilidad. Lo que es más importante, tales gráficos revelan la relación entre el margen de NOPAT y la rotación de NOA que determina el RNOA y es sumamente útil en el análisis de la compañía.

El desglose del rendimiento de los activos netos de operación, como en la figura 8.5, permite entender la evaluación de las acciones estratégicas de las compañías para aumentar los rendimientos. Por ejemplo, las Compañías B y C tienen que concentrarse en restablecer la rentabilidad. Además, suponiendo que la industria representada en la figura 8.5 tenga un margen de NOPAT y una rotación de NOA representativos, los indicios señalan que la Compañía P debe centrarse en mejorar la rotación de NOA en tanto que la Compañía A debe centrarse en aumentar el margen de NOPAT. Otras compañías, como H e I, deben concentrarse tanto en el margen de NOPAT como en la rotación de NOA.

El análisis del rendimiento de los activos revela otras percepciones de la actividad estratégica. Como ejemplo, considérense dos compañías en la misma industria con rendimientos de los activos netos de operación idénticos.

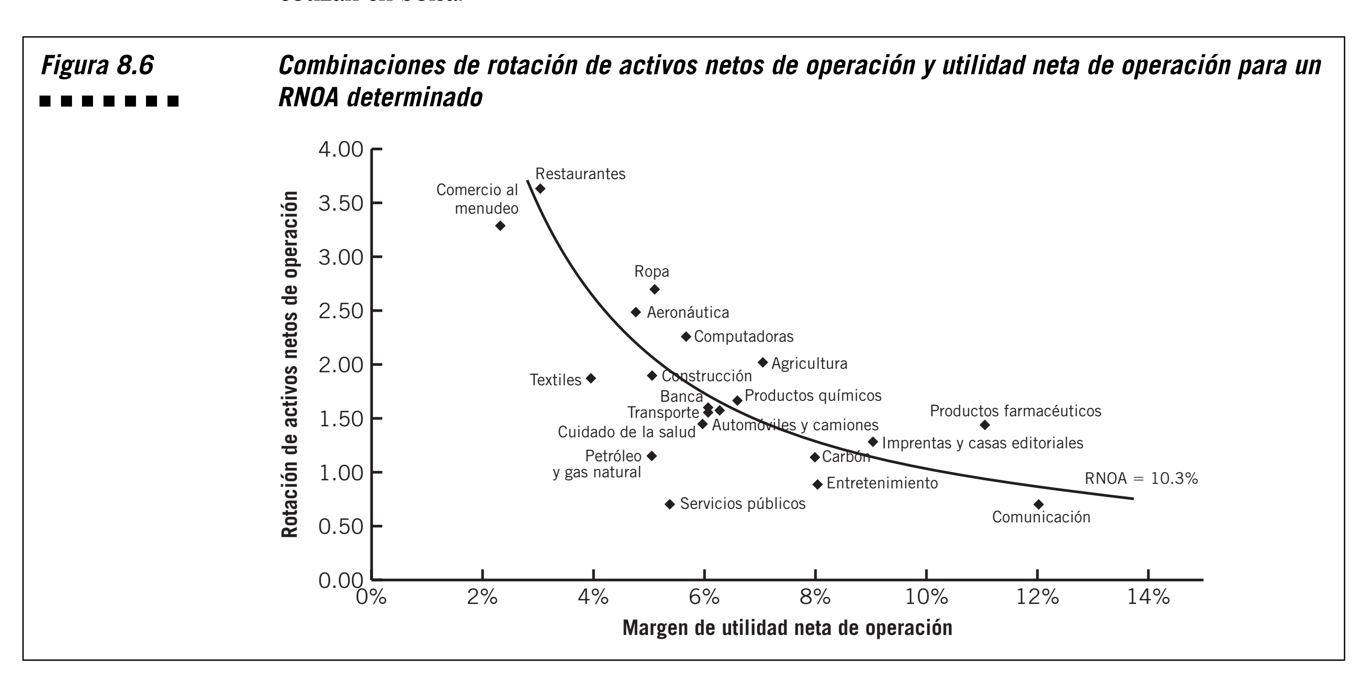
	Compañía AA	Compañía BB
Ventas	$ 1 000 000	$20 000 000
Ingresos	$ 100 000	$ 100 000
Activos	$10 000 000	$10 000 000
Margen de NOPAT	10%	0.5%
Rotación de NOA	0.1	2.0
Rendimiento de activos netos de operación	1%	1%

Los rendimientos de los activos netos de operación de las dos compañías son malos. Sin embargo, la medida estratégica correctiva para cada una de ellas es diferente. El análisis de estos casos debe evaluar la probabilidad de que la gerencia y otros factores mejoren el desempeño. En particular, la Compañía AA tiene un margen de NOPAT de 10%, mientras que el de la Compañía BB es considerablemente menor. Por otro lado, un dólar invertido en activos produce sólo 0.10 dólares en ventas para la Compañía AA, mientras que la Compañía BB logra 2 dólares en ventas por cada dólar invertido. En consecuencia, una parte del análisis se centra en los activos de la Compañía AA, por medio de preguntas como: ¿Por qué la rotación es tan baja? ¿Hay activos que producen poco o ningún rendimiento? ¿Los activos ociosos tienen que venderse? ¿Los activos se utilizan de manera eficiente o ineficiente? Cabe esperar que la Compañía AA logre mejoras inmediatas si se concentra en aumentar la rotación (mediante aumentos en las ventas, reducciones en la inversión, o ambas cosas). Tal vez resulte más difícil para la Compañía AA aumentar el margen de utilidad mucho más allá de la norma de la industria.

La Compañía BB enfrenta una situación muy distinta. El análisis deja entrever que la Compañía BB debe centrarse en corregir su bajo margen de utilidad. Las razones que explican los márgenes bajos de utilidad son variadas, pero a menudo incluyen métodos de producción ineficientes, líneas de productos no lucrativas, exceso de capacidad con costos fijos elevados, o gastos excesivos de venta y administrativos. Las compañías que tienen márgenes bajos de utilidad descubren a veces que los cambios en los gustos y en la tecnología exigen una mayor inversión en activos para financiar las ventas. Esto implica que para mantener el rendimiento de los activos, las compañías necesitan incrementar el margen de utilidad, o de lo contrario la producción dejará de ser rentable.

Existe la tendencia a considerar que un margen alto de utilidad es señal de buen desempeño operativo. Sin embargo, es preciso hacer hincapié en la importancia del rendimiento del capital invertido (como sea que se defina) como la prueba máxima de rentabilidad. Un supermercado se siente satisfecho con un margen de NOPAT de 1 a 2% por su rotación alta de NOA que se debe a una inversión relativamente baja en activos. Del mismo modo, una tienda de descuento acepta un margen bajo de NOPAT para generar una alta rotación de activos (sobre todo en inventarios). En contraste, las industrias que necesitan mucho capital, como la del acero, productos químicos y automóviles, que tienen inversiones cuantiosas en activos y rotaciones bajas de NOA deben tener márgenes de NOPAT más elevados para ser exitosas. La figura 8.6 representa gráficamente la relación entre el margen de NOPAT y la rotación de NOA en varias industrias. Se traza la curva de 10.3% de rendimiento de los activos en la figura 8.6 porque es la media de las empresas que cotizan en bolsa.

Figura 8.6 ***Combinaciones de rotación de activos netos de operación y utilidad neta de operación para un RNOA determinado***



Es necesario recordar que el análisis de los rendimientos de un solo año es potencialmente engañoso. El carácter cíclico de muchas industrias produce fluctuaciones en los márgenes de utilidad donde las utilidades de algunos años pueden ser excesivas en tanto que en otros no. Las compañías deben analizarse usando rendimientos calculados a través de varios años y que abarquen un ciclo comercial.

Desglose del margen de utilidad

El margen de utilidad de operación (OPM) se define como

$$\frac{\text{Utilidad neta de operación después de impuestos (NOPAT)}}{\text{Ventas}}$$

El margen de utilidad de operación es una función del precio de venta unitario del producto o servicio comparado con el costo unitario de llevar dicho producto o servicio al mercado y satisfacer las necesidades de servicio de los clientes después de la venta. Para efectos de análisis, es útil desglosar el margen de utilidad (PM, siglas de Profit margin) antes de impuestos en sus componentes:

$$\text{PM antes de impuestos} = \text{PM de ventas antes de impuestos} + \text{Otro PM antes de impuestos}$$

$$\text{PM de ventas antes de impuestos} = \frac{\text{Margen bruto}}{\text{Ventas}} - \frac{\text{Gastos de venta}}{\text{Ventas}} - \frac{\text{Gastos de administración}}{\text{Ventas}} - \frac{\text{I y D}}{\text{Ventas}}$$

$$\text{Otro PM antes de impuestos} = \frac{\text{Ingreso por participación de capital}}{\text{Ventas}} \pm \frac{\text{Partidas extraordinarias}}{\text{Ventas}} \pm \cdots$$

A continuación se indican varias áreas de importancia en el análisis de la rentabilidad.

Utilidad bruta. La utilidad bruta (o *margen bruto)* se mide como ingresos menos costo de las ventas. Con frecuencia se declara como un porcentaje *(porcentaje de utilidad bruta),* que se calcula como la utilidad bruta dividida entre las ventas. La utilidad bruta, o porcentaje de utilidad bruta, es una medición clave del desempeño. Todos los demás costos deben cubrirse con la utilidad bruta, y el ingreso devengado es el saldo que queda después de cubrir estos costos. Además, la utilidad bruta debe ser suficientemente grande para financiar gastos discrecionales esenciales dirigidos al futuro, como investigación y desarrollo, marketing y publicidad. Las utilidades brutas varían de una industria a otra dependiendo de factores como la competencia y las diferencias en los factores de producción (los salarios de producción, los costos de las materias primas, los niveles de la inversión de capital y cosas por el estilo).

El análisis de los cambios en las ventas y el costo de las ventas es útil para identificar los principales impulsores de la utilidad bruta. Los cambios en ésta se derivan a menudo de uno, o una combinación, de los siguientes factores:

- Aumento (disminución) en el volumen de venta.
- Aumento (disminución) en el precio de venta unitario.
- Aumento (disminución) en el costo por unidad.

La interpretación de los resultados de un análisis de los cambios en la utilidad bruta requiere identificar los principales factores causantes de estos cambios. Además, a menudo el análisis se amplía para centrarse en actividades estratégicas a fin de remediar o mejorar la utilidad bruta (por medio de volumen, precio o costo). Por ejemplo, si se determina que la razón de un decremento en la utilidad bruta es una baja en los precios de venta unitarios, y esto refleja exceso de capacidad en la industria y reducción en los precios, el análisis de la compañía es pesimista dada la falta de posibles respuestas estratégicas por parte de la gerencia. Sin embargo, si la razón de un decremento en la utilidad bruta es un aumento en los costos unitarios, el análisis es más optimista, ya que produce una gama más amplia de posibles respuestas estratégicas por parte de la gerencia.

Al interpretar el costo de las ventas y la utilidad bruta, en particular en el análisis comparativo, se debe prestar atención a las posibles distorsiones que surgen de los métodos de contabilidad. Aun cuando esto es aplicable a todos los análisis de costo, en particular es importante en la contabilidad de inventarios y depreciación (recuérdese que el gasto de depreciación en relación con el equipo de producción es un componente del costo de los bienes vendidos). Estas dos partidas ameritan atención especial porque representan costos que generalmente son considerables en monto y están sujetos a métodos de contabilidad alternativos capaces de afectar de forma muy marcada la medición.

Gastos de venta. La importancia de la relación entre los ingresos y los gastos de venta varía entre industrias y empresas. En ciertas compañías, los gastos de venta son sobre todo comisiones que son muy variables, en tanto que en otras son gastos fijos en su mayor parte. El análisis debe tratar de distinguir entre estos componentes fijos y variables, que luego es posible analizar en relación con los ingresos.

Cuando los gastos de venta expresados como un porcentaje de los ingresos muestran un incremento, se debe centrar la atención en el aumento del gasto de venta que genera el incremento relacionado con los ingresos. Más allá de un cierto nivel de gastos de venta, hay incrementos marginales menores en los ingresos. Esto puede deberse a la saturación del mercado, la lealtad a la marca, o un mayor gasto en territorios nuevos. Es importante para uno distinguir entre el porcentaje de gastos de venta a ingresos para los clientes nuevos y el de los clientes recurrentes. Esto tiene implicaciones en los pronósticos de la rentabilidad. Si una empresa debe aumentar considerablemente los gastos de venta para incrementar las ventas, su rentabilidad es limitada o incluso puede bajar.

Ciertos gastos de promoción de ventas, en particular la publicidad, producen beneficios actuales *y* futuros. La medición de los beneficios futuros derivados de estos gastos es sumamente

difícil. Los gastos en actividades de marketing dirigidas al futuro son en su mayoría discrecionales, y el análisis tiene que tomar en consideración las tendencias de un año a otro en estos gastos. Más allá de la capacidad de estos gastos de influir en las ventas futuras, ayudan a entender la tendencia de la gerencia a "administrar" las utilidades manifestadas.

Gastos generales y administrativos. La mayoría de los gastos generales y administrativos son fijos, en buena medida porque estos gastos incluyen partidas como los salarios y el alquiler. Estos gastos tienden a aumentar, en especial en épocas de prosperidad. Cuando se analizan estos gastos, el análisis debe prestar atención tanto a la tendencia de estos gastos como al porcentaje de ingresos que consumen.

Desglose de la rotación de activos

La medición estándar de la rotación de activos en la determinación del rendimiento de los activos es:

$$\frac{\text{Ventas}}{\text{Promedio de activos netos de operación}}$$

Una evaluación posterior de los cambios de los componentes en los índices de rotación de los activos individuales puede ser útil en el análisis de una compañía. En esta sección se examina la rotación de activos de las *cuentas de activos y pasivos componentes.*

La rotación de activos mide la intensidad con que las empresas utilizan los activos. La medida más relevante de la utilización de los activos son las ventas, puesto que éstas son esenciales para las utilidades. En casos concretos, como empresas que acaban de iniciar operaciones o compañías en desarrollo, el análisis de la rotación tiene que reconocer que la mayor parte de los activos están dedicados a actividades empresariales *futuras.* Asimismo, los problemas inusuales de suministro o las suspensiones de trabajo son condiciones que afectan la utilización de los activos y exigen evaluación e interpretación especiales. En esta sección se describen varios análisis que utilizan el desglose de la rotación de activos.

En general, los índices de rotación reflejan la productividad relativa de los activos, esto es, el nivel de volumen de ventas que se deriva de cada dólar invertido en un activo particular. Si no intervienen otros factores, se prefieren los índices altos de rotación de activo a los bajos (lo contrario se aplica a los pasivos). Sin embargo, esta generalización debe tomarse con cautela. Los índices de rotación pueden aumentarse disminuyendo la inversión en activos, pero esto podría resultar contraproducente. Considérese, por ejemplo, si se opta por reducir el monto del crédito que se otorga a los clientes. En algún momento se perderán ventas y los beneficios que se generan de los niveles menores de cuentas por cobrar se verán anulados por una baja en las ventas. El mismo argumento es válido en el caso de los inventarios. Se necesita un cierto nivel de inventarios para sostener el nivel actual de ventas. Cualquier disminución implica el riesgo de quedarse sin existencias y perder ventas. Así, la inversión en activos tiene que *optimizarse* y no necesariamente reducirse al mínimo.

Rotación de cuentas por cobrar. El índice de rotación de cuentas por cobrar se define como sigue:

Rotación de cuentas por cobrar = Ventas/Promedio de cuentas por cobrar

Las cuentas por cobrar son un activo que tiene que financiarse a cierto costo de capital. Además, las cuentas por cobrar suponen un riesgo de cobranza y requieren gastos indirectos adicionales en forma de departamentos de crédito y cobranzas. Desde esta perspectiva, una reducción en el nivel de las cuentas por cobrar disminuye estos costos. Sin embargo, si las cuentas por cobrar se reducen demasiado con una política de crédito demasiado restrictiva, la reducción influye negativamente en las ventas. Por tanto, las cuentas por cobrar tienen que administrarse con eficacia.

Otro punto de vista de la rotación de las cuentas por cobrar es el **periodo promedio de cobranza,** que se indica a continuación:

Periodo promedio de cobranza = Cuentas por cobrar/Promedio de ventas diarias

Esta medición refleja cuánto tiempo están vigentes en promedio las cuentas por cobrar. En general, cuanto más bajo sea el índice de rotación de cuentas por cobrar, tanto más largo será el periodo promedio de cobranza.

Rotación de inventarios. El índice de rotación de inventarios se calcula como sigue:

Rotación de inventarios = Costo de los bienes vendidos/Inventario promedio

Esta relación usa el costo de los bienes vendidos (COGS, siglas de Cost of goods sold) como la medida del volumen de ventas porque el denominador, el inventario, se registra al precio de costo y no de venta al público. En consecuencia, tanto el numerador como el denominador se miden al costo. Una baja en la razón de rotación de inventarios indica a menudo que los productos de la empresa no son competitivos, tal vez a causa de un estilo pasado de moda o una tecnología obsoleta. Además, los inventarios tienen que financiarse a cierto costo y producen costos adicionales en forma de seguros, almacenamiento, logística, robos y otros conceptos. Las compañías necesitan un inventario suficiente para satisfacer la demanda de los clientes sin quedarse sin existencias, y nada más.

Al igual que en el caso del periodo promedio de cobranza, a continuación se presenta otro punto de vista del índice de rotación de inventarios:

Promedio de días de inventario en circulación = Inventario/Promedio del costo diario de los bienes vendidos

El promedio de días de inventario en circulación da cierta indicación del tiempo que los inventarios están disponibles para venta. Se pretende que el promedio de días de inventario en circulación sea el más bajo posible. Esto se logra reduciendo al mínimo las materias primas por medio de técnicas de administración de la producción, como las entregas justo a tiempo, o la reducción del inventario de trabajo en proceso derivada de la implantación de procesos de producción eficientes que eliminen los cuellos de botella. Además, las compañías aspiran a reducir al mínimo el inventario de bienes terminados mediante la producción bajo pedido y no según la demanda estimada, si es posible. Estas herramientas de administración aumentan la rotación de inventarios y reducen los días de inventario en circulación.

Rotación de activos de operación de largo plazo. La rotación de activos de operación de largo plazo se calcula como sigue:

Rotación de activos de operación de largo plazo = Ventas/Promedio de activos de operación de largo plazo

Las industrias que usan mucho capital, como las empresas manufactureras, requieren grandes inversiones en activos de largo plazo. En consecuencia, dichas compañías tienen rotaciones menores de activos de operación de largo plazo que las empresas que requieren menos capital, como las de servicios. Los activos de operación de largo plazo tienen que financiarse a cierto costo de capital. Además, deben asegurarse y recibir mantenimiento. Por otra parte, puesto que el capital para inversión es un recurso finito, cada dólar invertido en activos de operación de largo plazo es un dólar menos que puede invertirse en otros activos que generan utilidades más pronto. Por estas razones, las empresas desean reducir la inversión en activos de operación de largo plazo que se requiere para generar un dólar de venta.

El índice de rotación de activos de operación de largo plazo se incrementa ya sea aumentando el numerador mediante un aumento en el rendimiento (ventas), o bien reduciendo el denominador. La reducción de los activos de operación de largo plazo es un proceso difícil. Además de la venta inmediata de los activos subutilizados, muchas empresas han intentado reducir su inversión en activos de operación de largo plazo adquiriéndolos conjuntamente con otras empresas. Las alianzas corporativas, *joint ventures,* y las entidades para propósitos especiales (que se estudian en el capítulo 3) son algunas de las técnicas que se usan con eficacia para reducir la inversión en activos de operación de largo plazo.

Rotación de cuentas por pagar. Los activos circulantes de operación, como los inventarios, se financian en buena medida con las cuentas por pagar. Dichas cuentas por pagar representan por lo general un financiamiento libre de intereses y, por tanto, son menos caras que usar dinero prestado para financiar compras de inventario o producción. En consecuencia, las compañías usan el crédito comercial siempre que es posible. Esto se llama *apoyarse en los proveedores*. El **índice de rotación de las cuentas por pagar** se calcula así:

Rotación de cuentas por pagar = Costo de los bienes vendidos/Promedio de cuentas por pagar

Al igual que los inventarios, las cuentas por pagar se manifiestan al costo y no a precios de venta al público. Así, para efectos de congruencia con el denominador, el costo de los bienes vendidos (no las ventas) se usa en el numerador. Si no intervienen otros factores, las compañías prefieren utilizar esta fuente barata de financiamiento hasta donde sea posible y, por lo tanto, tienen un índice menor de rotación de las cuentas por pagar (lo que implica un nivel más alto de cuentas por pagar). Para bajar el índice de rotación de las cuentas por pagar se retrasa el pago a los proveedores, y esta demora en el pago daña las relaciones con el proveedor si se usa en exceso. Por lo tanto, las cuentas por pagar deben administrarse con cuidado.

Una medición análoga a la rotación de las cuentas por pagar es el **promedio de días de cuentas por pagar,** que se indica a continuación:

Promedio de días de cuentas por pagar = Cuentas por pagar/Promedio del costo diario de los bienes vendidos

Un índice bajo de rotación de las cuentas por pagar corresponde a un promedio alto de días de cuentas por pagar.

Rotación del capital de trabajo neto de operación. El capital de trabajo neto de operación es igual a los activos circulantes de operación menos los pasivos circulantes de operación. El capital de trabajo neto de operación es un activo que tiene que financiarse igual que cualquier otro. Por consiguiente, las compañías pretenden *optimizar* la inversión en ese activo. El índice de rotación del capital de trabajo de operación se calcula como sigue:

Rotación del capital de trabajo neto de operación = Ventas netas/Promedio del capital de trabajo neto de operación

Las compañías generalmente prefieren un índice alto de capital de trabajo neto de operación a uno bajo, si no intervienen otros factores, porque una rotación más alta de capital de trabajo de operación refleja menos inversión en el capital de trabajo por cada dólar de venta. El capital de trabajo neto de operación tiene una rotación más rápida cuando las cuentas por cobrar y los inventarios tienen una rotación más rápida, y también sucede así cuando las compañías se apoyan en los proveedores (esto es, cuando la rotación de las cuentas por pagar es más lenta). Así, la rotación del capital de trabajo neto de operación mejora como resultado de la administración adecuada de sus componentes.

ANÁLISIS DEL RENDIMIENTO DEL CAPITAL COMÚN

El **rendimiento del capital común de los accionistas** (**ROCE**, siglas de Return on common shareholder's equity)**,** o simplemente rendimiento del capital común, es de gran interés para los accionistas de una compañía. Los acreedores generalmente reciben un rendimiento fijo sobre su financiamiento. Los accionistas preferentes de ordinario reciben un dividendo fijo. Sin embargo, los accionistas comunes no reciben rendimientos fijos o prometidos. Estos accionistas tienen derecho a las utilidades *residuales* de una compañía sólo después de que se ha pagado a todas las demás fuentes de financiamiento. En consecuencia, el rendimiento del capital de los accionistas reviste mucha importancia para los accionistas comunes. La relación entre el rendimiento del capital de los accionistas y el rendimiento de los activos netos de operación también es importante porque influye en el análisis del éxito de una empresa con apalancamiento financiero.

El rendimiento del capital de los accionistas comunes cumple una función fundamental en la valoración del capital. Recuérdese la fórmula de valorización de las acciones basada en la contabilidad que se presenta en el capítulo 1:

$$V_t = BV_t + \frac{NI_{t+1} - (k \times BV_t)}{(1 + k)} + \frac{NI_{t+2} - (k \times BV_{t+1})}{(1 + k)^2} + \cdots$$

donde V es el valor de la compañía, BV es el valor en libros del capital de los accionistas, NI es el ingreso neto, y k es el costo del capital propio (el rendimiento que los accionistas *esperan* obtener sobre su inversión). Mediante una simplificación algebraica, es posible replantear la fórmula en términos de los rendimientos futuros del capital de los accionistas comunes (ROCE):

$$V_t = BV_t + \frac{(ROCE_{t+1} - k)BV_t}{(1 + k)} + \frac{(ROCE_{t+2} - k)BV_{t+1}}{(1 + k)^2} + \cdots$$

donde ROCE se define como se hace con anterioridad. Esta fórmula es intuitivamente atractiva. Es decir, implica que las compañías con un ROCE esperado mayor que la tasa de rendimiento requerida por los accionistas (k) aumentan en valor por encima de lo que implica el valor en libros por sí solo.

Desglose del rendimiento del capital común de los accionistas comunes

Aunque ROCE en la fórmula anterior se calcula usando el saldo del capital común a principios del periodo, en la práctica se usa el saldo *promedio* del periodo analizado. Como ocurre con el rendimiento de los activos netos de operación, resulta sumamente útil desglosar el rendimiento del capital común en sus componentes para efectos de análisis. Recuérdese que el rendimiento del capital de los accionistas comunes se calcula como sigue:

$$\frac{\text{Ingreso neto} - \text{Dividendos preferentes}}{\text{Promedio del capital de los accionistas comunes}}$$

Rendimiento del capital en algunas industrias

Computadoras
Restaurantes
Servicios públicos
Comunicación
Ropa
Agricultura
Productos farmacéuticos
Comercio al menudeo
0% 5% 10% 15% 20%

El rendimiento del capital de los accionistas comunes se puede desglosar para obtener:[2]

$$\textbf{ROCE = RNOA + (LEV} \times \textbf{Diferencial)}$$

donde **RNOA** es el rendimiento de los activos netos de operación, según se define anteriormente, y el segundo término (**LEV** × **Diferencial**) es el efecto del apalancamiento financiero. El primer componente del efecto del apalancamiento financiero es el grado de apalancamiento financiero

[2]La siguiente ecuación equivalente ofrece otro punto de vista del desglose del ROCE:

ROCE = Margen de utilidad ajustado × Rotación de activos × Apalancamiento

$$\frac{\text{Ingreso neto} - \text{Dividendos preferentes}}{\text{Promedio del capital común}} = \frac{\text{Ingreso neto} - \text{Dividendos preferentes}}{\text{Ventas}} \times \frac{\text{Ventas}}{\text{Promedio de activos}} \times \frac{\text{Promedio de activos}}{\text{Promedio del capital común}}$$

En el caso de Excell Corporation, el ROCE del año 9 puede calcularse también como sigue:

$$\text{ROCE} = \frac{\$104\,148}{\$1\,782\,254} \times \frac{\$1\,782\,254}{([\$2\,120\,735 + \$2\,314\,492]/2)} \times \frac{(\$2\,120\,735 + \$2\,314\,492)/2}{(\$668\,305 + \$772\,454)/2}$$

$$14.46\% = 5.844\% \quad \times 0.804 \quad \times 3.078$$

(LEV), medido por los montos relativos de obligaciones financieras netas y de capital de los accionistas empleado por la compañía para financiar los activos netos de operación. El segundo componente es el **diferencial**, el rendimiento de los activos netos de operación (RNOA) menos el rendimiento financiero neto (**NFR**, siglas de Net financial return), donde NFR es el rendimiento neto promedio de los pasivos y activos financieros (no de operación). NFR se calcula como el gasto financiero neto (**NFE**, siglas de Net financial expense) dividido entre el promedio de obligaciones financieras netas (**NFO**) pendientes de pago durante el año. Así como NFO incluye los pasivos que causan intereses, menos títulos negociables y otros activos no de operación (como las operaciones discontinuas y otras inversiones no estratégicas), así NFE incluye el gasto por intereses, menos los rendimientos de inversión en títulos negociables. Además, lo mismo que NFO puede ser positivo (lo que refleja más pasivos que activos no de operación), o negativo (lo que refleja más activos que pasivos no de operación), NFE también puede ser positivo (lo que refleja más gasto por intereses que rendimientos de inversiones), o negativo (lo que refleja más rendimientos de inversiones que gastos por intereses). Específicamente, los términos empleados en la ecuación anterior se definen como sigue:

Término	Definición
LEV (apalancamiento financiero)	Promedio de NFO/Promedio de capital
NFO (obligaciones financieras netas)...........	Pasivos que causan interés menos títulos negociables y otros activos no de operación (o NOA – Capital propio)
Diferencial..	RNOA-NFR
NFR (índice financiero neto).........................	NFE/Promedio de NFO
NFE (gasto financiero neto)..........................	Gasto por intereses menos rendimientos de inversiones provenientes de activos no de operación

El efecto del apalancamiento financiero (LEV) en ROE puede resumirse como sigue: el apalancamiento financiero aumenta el ROE siempre que el diferencial sea positivo. Dicho en palabras sencillas, si una compañía gana un rendimiento más alto sobre sus activos netos de operación que el costo de la deuda que financia esos activos, el rendimiento excedente se acumula en beneficio de los accionistas. Así pues, si no intervienen otros factores, a los accionistas les conviene más seguir utilizando deuda de bajo costo a medida que la compañía se amplía que financiar dicha ampliación con capital en acciones que tiene mayor costo (por supuesto, sólo hasta cierto punto, ya que la emisión continua de deuda es arriesgada).

El rendimiento del capital común de los accionistas comunes (ROCE) consta tanto de un componente de operación (RNOA) como de un componente no de operación (LEV × Diferencial). Esta distinción entre los componentes de operación y no de operación es importante por varias razones:

- La gran mayoría de las empresas proporcionan bienes y servicios a los clientes como negocio principal. Ahí es donde radica su experiencia. Aunque las divisiones de finanzas de las empresas cuentan con personal altamente calificado, se necesita que esas compañías sobresalgan en sus competencias centrales y no disfracen un mal desempeño de operación con un buen desempeño financiero.
- Las actividades de operación tienen los efectos más marcados y de más larga duración en el valor de las compañías. Las investigaciones confirman que el múltiplo del precio de las acciones en las utilidades operativas es muchas veces el múltiplo de las utilidades financieras.
- Aunque las compañías pueden lograr un aumento en el ROE mediante el uso sensato del apalancamiento financiero, los pagos de la deuda (intereses y capital) son obligaciones contractuales que han de cumplirse en épocas buenas y malas. Por tanto, aumentar el endeudamiento incrementa el riesgo de incumplimiento de pago si los flujos de efectivo disminuyen, y el incumplimiento puede tener consecuencias catastróficas para la empresa, incluida la quiebra.

Es por estas razones que a los analistas les preocupa mucho la proporción de ROCE que se acumula de las actividades de operación y la que resulta de un incremento en el apalancamiento financiero.

En el caso de Excell Corporation, los componentes del desglose de ROCE en el año 9 se presentan a continuación:

RNOA	9.95%	(del ejemplo de Excell, páginas atrás)
LEV (Promedio de NFO/Promedio de SE)	0.64	$= \frac{(\$501\,680 + \$420\,212)/2}{(668\,305 + \$772\,454)/2}$
NFR (NFE/Promedio de NFO)	2.90%	$= \frac{\$20\,843 \times (1 - 0.36)}{(\$501\,680 + \$420\,212)/2}$
Diferencial (RNOA – NFR)	7.05%	$= (9.95\% - 2.90\%)$
ROCE (RNOA + [LEV × Diferencial])	14.46%	$= 9.95\% + (0.64 \times 7.05\%)$

Usando la definición estándar, ROCE es 14.46%, calculado como $\left[\frac{\$104\,148 - \$0}{(\$668\,305 + \$772\,454)/2}\right]$, según se indicó anteriormente. Para Excell Corporation, 69% (9.95%/14.46%) de su ROCE se deriva de las actividades de operación (RNOA). El promedio para las empresas que cotizan en bolsa es de aproximadamente 84% (Nissim y Penman, 2001). Por tanto, Excell depende relativamente más de lo habitual en sus actividades no de operación para lograr su nivel actual de ROCE.

El rendimiento de las actividades no de operación es una función del grado de apalancamiento financiero y el diferencial. El grado de apalancamiento financiero está, por lo general, bajo el control de la compañía. Ésta puede decidir las proporciones relativas de deuda y recursos propios en su estructura de capital y el grado de liquidez (excedentes de efectivo invertidos en títulos negociables) que mantiene.

El diferencial es una función de la tasa de interés sobre la deuda y los rendimientos de las inversiones. Ambos conceptos se examinan por separado como sigue:

$$\text{NFE/NFO} = (\text{Tasa de interés neta} \times \text{FL/NFO}) - (\text{Rendimiento de activos financieros} \times \text{FA/NFO})$$

donde FL (financial liabilities) y FA (financial assets) son pasivos financieros y activos financieros, respectivamente. La mayoría de las compañías piden dinero prestado a tasas fijas de interés (o utilizan *swaps* y otros instrumentos derivados para convertir préstamos a tasa variable en tasa fija). Por consiguiente, es probable que la parte de NFE que corresponde a las tasas de interés sea relativamente fija. Sin embargo, la parte que corresponde al rendimiento de las inversiones probablemente fluctúe con arreglo a los giros en los mercados de capital. Un diferencial elevado que surja de un mercado en auge no se sostendrá, y al incremento resultante en ROCE no se le debe dar tanto peso en el análisis como a un incremento resultante de rendimientos de operación más persistentes.

PUNTO DE VISTA DEL ANÁLISIS ***...USTED ES EL CONSULTOR***

Usted es el consultor en administración de un cliente que desea una revisión crítica de su desempeño. Como parte del análisis, usted calcula el ROCE y sus componentes (normas de la industria entre paréntesis): rotación de activos = 1.5 (1.0); apalancamiento = 2.1 (2.2); margen ajustado de utilidad antes de impuestos = 0.05 (0.14); y tasa de retención = 0.40 (0.24). ¿Qué indica el análisis preliminar de estas cifras?

Respuesta, página 444

Cálculo del rendimiento del capital invertido

En esta sección se aplica el análisis del rendimiento del capital invertido a los estados financieros de Campbell Soup Company, que se reproducen en el apéndice A.

Rendimiento de los activos netos de operación (RNOA)

Los activos netos de operación (NOA) de Campbell Soup en los años 11 y 10 se calculan como siguen (millones de dólares):

ACTIVOS NETOS DE OPERACIÓN (NOA) DE CAMPBELL SOUP

	Año 11	Año 10
Efectivo	$ 178.9	$ 80.7
Cuentas por cobrar	527.4	624.5
Inventarios	706.7	819.8
Gastos prepagados	92.7	118.0
Inmuebles, planta y equipo	1 790.4	1 717.7
Activos intangibles	435.5	383.4
Otros activos	404.6	349.0
Cuentas por pagar	(482.4)	(525.2)
Pasivo acumulado	(408.7)	(491.9)
Impuestos por pagar	(67.7)	(46.4)
Otros pasivos	(305.0)	(319.9)
Activos netos de operación	$2 872.4	$2 709.7

Sus obligaciones financieras netas se calculan como sigue (millones de dólares):

OBLIGACIONES FINANCIERAS NETAS (NFO) DE CAMPBELL SOUP

	Año 11	Año 10
Pagarés	$ 282.2	$ 202.3
Dividendos por pagar	37.0	32.3
Deuda a largo plazo	772.6	805.8
Títulos negociables	(12.8)	(22.5)
Obligaciones financieras netas	$1 079.0	$1 017.9

La identidad contable de operación se sostiene como sigue (millones de dólares):

	Activos netos de operación (NOA)	=	Obligaciones financieras netas (NFO)	+	Capital de los accionistas (SE)
Año 11	2 872.4	=	1 079.0	+	1 793.4
Año 10	2 709.7	=	1 017.9	+	1 691.8

La utilidad neta de operación después de impuestos (NOPAT) de Campbell Soup se calcula como sigue (millones de dólares):

Tasa tributaria efectiva............. 39.8% = \$265.9/\$667.4

NOPAT.. \$460.4 = (\$6 204.1 − \$4 095.5 − \$956.2 − \$306.7 − \$56.3 − \$0.8 − \$26.2 + \$2.4) × (1−39.8%)

El rendimiento de los activos netos de operación (RNOA) de Campbell Soup en el año 11 es (millones de dólares):

$$\frac{\$460.4}{(\$2\,872.4 + \$2\,709.7)/2} = 16.5\%$$

Rendimiento desglosado de los activos netos de operación

El rendimiento de los activos netos de operación (RNOA) de Campbell Soup en el año 11 se puede desglosar en sus componentes relativos al margen de utilidad de operación y a la rotación de activos netos de operación:

$$\text{Rendimiento de activos netos de operación} = \text{Margen de utilidad de operación} \times \text{Rotación de activos netos de operación}$$

$$= \frac{\text{NOPAT}}{\text{Ventas}} \times \frac{\text{Ventas}}{\text{Promedio de activos netos de operación}}$$

$$16.5\% = \frac{\$460.4}{\$6\,204.1} \times \frac{\$6\,204.1}{(\$2\,872.4 + \$2\,709.7)/2} = 7.42\% \times 2.12$$

Rendimiento del capital común de los accionistas comunes

El rendimiento del capital común de los accionistas comunes en el año 11 se calcula como sigue (millones de dólares, e incluye códigos de referencia a las partidas pertinentes de los estados financieros de Campbell):

$$\text{ROCE} = \frac{\text{Ingreso neto} - \text{Dividendos preferentes}}{\text{Promedio del capital.}}$$

$$= \frac{\$401.5\ \ 28\ - \$0}{[(\$1\,793.4) + (\$1\,691.8)]/2\ \ 54} = \frac{\$401.5}{\$1\,742.6} = 23\%$$

Rendimiento desglosado del capital común de los accionistas comunes

El ROCE de Campbell Soup, calculado como una función de RNOA, apalancamiento financiero y diferencial, es como sigue (millones de dólares):

RNOA	16.5% (líneas atrás)	
LEV	0.6%	= [($1 079.0 + $1 017.9)/2]/[($1 793.4 + $1 691.8)/2]
NFR	5.6%	= ($460.4 − $401.5)/[($1 079.0 + $1 017.9)/2]
Diferencial	10.9%	= 16.5% − 5.6%
ROCE	23%	= 16.5% + (0.60 × 10.9%)

El RNOA de Campbell Soup se desglosa más en sus componentes de margen y rotación como sigue (millones de dólares):

RNOA	=	Margen de NOPAT (NOPAT/Ventas)	×	Rotación de NOA (Ventas/Promedio de NOA)
16.5%	=	7.4% ($460.4/$6 204.1)	×	2.22 $6 204.1/([2 872.4 + $2 709.7]/2)

El análisis de tercer nivel continúa con el cálculo de las partidas individuales de ingresos y gastos, expresadas como un porcentaje de las ventas. A continuación, se presenta el estado de resultados porcentual correspondiente al año 11:

Estado de resultados porcentual de Campbell Soup Company	Año 11
Ventas	100.0%
Costo de los bienes vendidos	66.0
Utilidad bruta	34.0
Marketing y gastos de venta	15.4
Gastos administrativos	4.9
Gastos de investigación y desarrollo	0.9
Utilidad de operación	12.8
Gasto por intereses	1.9
Ingreso por intereses	−0.4
Pérdidas en el tipo de cambio	0.0
Otros gastos	0.4
Partidas extraordinarias	0.0
	10.9
Ganancias de capital en filiales	0.0
Participaciones minoritarias	−0.1
Utilidades antes de impuestos	10.8
Gasto por impuestos	4.3
Utilidades netas	6.5%

Las tasas de rotación para cada una de las partidas del activo también se calculan como sigue (millones de dólares):

Rotación de cuentas por cobrar (Ventas/Promedio de cuentas por cobrar)	10.77[a]
Periodo promedio de cobranza (Cuentas por cobrar/Promedio de ventas diarias)	31.03[b]
Rotación de inventarios (Costo de los bienes vendidos/Promedio de inventarios)	5.37[c]
Promedio de días de inventario en circulación (Inventarios/Promedio del costo diario de los bienes vendidos)	62.98[d]
Rotación de activos de operación de largo plazo (Ventas/Promedio de activos de operación de largo plazo)	2.44[e]

[a]($6 204.1/([$527.4 + $624.5]/2))
[b]($527.4/([$6 204.1/365]))
[c]($4 095.5/([$706.7 + $819.8])/2)
[d]($706.7/($4 095.5/365))
[e]($6 204.1/([$1 790.4 + $435.5 + $404.6] + [$1 717.7 + $383.4 + $349.0])/2)

Se realiza un análisis comparativo de estas razones a través del tiempo en la sección sobre el análisis del rendimiento del capital invertido en el capítulo del Caso exhaustivo. El análisis de las mediciones del rendimiento del capital invertido a través del tiempo a menudo dice mucho acerca del desempeño de una compañía. Si ROCE disminuye, es importante identificar el o los componentes causantes de esta disminución para evaluar mejor el desempeño pasado y futuro de la compañía. Luego, también es posible evaluar mejor las áreas de mayor potencial de mejoría en el ROCE y la probabilidad de que una compañía logre seguir la estrategia trazada. Por ejemplo, si no es posible aumentar prudentemente el apalancamiento, el análisis se enfoca en el margen de utilidad de operación y la rotación de los activos netos de operación. El análisis de las estrategias de la compañía y del potencial para mejorar también depende de las condiciones de la industria y la economía. Se trata de responder preguntas como: ¿El margen de utilidad de operación es alto o bajo en comparación con la industria? ¿Cuál es la posible mejoría en la rotación de activos netos de operación en esta industria? La evaluación de los rendimientos empleando el método estructurado descrito en este capítulo, así como la interpretación de éstos en el contexto correcto es de gran utilidad para el análisis.

Investigación del análisis

RENDIMIENTO DEL CAPITAL COMÚN DE LOS ACCIONISTAS COMUNES

¿Cómo se comporta el rendimiento del capital común de los accionistas comunes (ROCE) de una compañía a través del tiempo? ¿Ciertas compañías tienen sistemáticamente cifras altas o bajas de ROCE? ¿El ROCE de las compañías tiende a moverse hacia un ROCE promedio? La investigación del análisis ha tratado de responder estas preguntas importantes. *En promedio,* el ROCE de una compañía para el periodo actual es un buen pronosticador de su ROCE para el siguiente periodo. Sin embargo, a medida que aumenta el horizonte de tiempo, el ROCE de una compañía tiende a convergir con el ROCE promedio de la industria. Por lo general, esto se atribuye a los efectos de la competencia. Las empresas que pueden sostener una cifra alta de ROCE típicamente exigen primas cuantiosas sobre el valor en libros. Una gran parte de la variabilidad del ROCE de las compañías se debe a los cambios en el RNOA. Esto es porque, en promedio, los factores de apalancamiento no varían de manera considerable a través del tiempo. Por último, del ingreso neto en sus componentes de operación y no de operación mejora los pronósticos.

Evaluación del crecimiento del capital común de los accionistas comunes

Índice de crecimiento del capital

El índice de crecimiento del capital común de los accionistas comunes se puede evaluar mediante la retención de utilidades. Este análisis destaca el crecimiento del capital *sin* recurrir al financiamiento externo. Para evaluar el crecimiento del capital, se supone la retención de utilidades *y* un pago constante de dividendos a través del tiempo. El **índice de crecimiento del capital** se calcula como sigue:

$$\text{Índice de crecimiento del capital} = \frac{\text{Ingreso neto} - \text{Dividendos preferentes} - \text{Dividendos comunes}}{\text{Promedio del capital}}$$

El índice de crecimiento del capital en el año 11 de Campbell Soup, usando los estados financieros que se reproducen en el apéndice A, se calcula así:

$$14.9\% = \frac{\$401.5\ \boxed{28} - \$0 - \$142.2\ \boxed{89}}{(\$1\,793.4 + \$1\,691.8) \div 2\ \boxed{54}}$$

Esta medida implica que Campbell Soup puede crecer 14.9% anual sin aumentar el nivel actual de financiamiento y suponiendo una continuación de los niveles actuales de rentabilidad y dividendos de las acciones comunes.

Índice de crecimiento sustentable del capital

El **índice de crecimiento sustentable del capital,** o simplemente crecimiento sustentable del capital, reconoce que el crecimiento interno de una compañía depende *tanto* de la retención de utilidad *como* del rendimiento obtenido sobre las utilidades retenidas. Específicamente, el **índice de crecimiento sustentable del capital** se calcula como sigue:

$$\text{Índice de crecimiento sustentable del capital} = \text{ROCE} \times (1 - \text{Tasa de pago})$$

En el caso de Campbell Soup Company, la tasa de pago de dividendos para el año 11 es igual a 35% ($142.2/$401.5). A continuación, se calcula el índice de crecimiento sustentable del capital de Campbell Soup para el año 11, así:

$$14.95\% = 23\% \times (1 - 0.35)$$

Cuando se estiman los índices futuros de crecimiento del capital suele ser aconsejable promediar (o reconocer por algún otro medio) los índices de crecimiento sustentable en varios años recientes. También deben reconocerse los posibles cambios en la retención de utilidades y el ROCE proyectado.

APÉNDICE 8A. DESAFÍOS DE LAS COMPAÑÍAS DIVERSIFICADAS

El análisis de los estados financieros de las compañías diversificadas debe separar e interpretar el efecto de cada uno de los segmentos de operación de la compañía en su conjunto. Esto es difícil porque los diferentes segmentos o divisiones pueden experimentar tasas variadas de rentabilidad, riesgo y oportunidades de crecimiento. La existencia de las susodichas tasas es una razón importante de por qué el análisis requiere una cantidad considerable de información detallada por segmento de operación. La evaluación, proyección y valoración de las utilidades requiere que esta información se separe en segmentos que comparten características de variabilidad, crecimiento y riesgo. La composición de los activos y las necesidades de financiamiento de los segmentos varían a menudo y exigen análisis por separado. A un acreedor le interesa saber cuáles segmentos generan efectivo y cuáles lo usan. La composición de las actividades de inversión y financiamiento, el tamaño y la rentabilidad de los segmentos y el desempeño de la administración de cada segmento proporcionan información importante. En el capítulo 11 se demuestra que el pronóstico de los ingresos se beneficia de los pronósticos por segmentos.

INFORMES POR SEGMENTOS

La información dada a conocer en los resultados de operación y la posición financiera por segmentos varía. La declaración completa produciría estados de resultados, balances generales y estados de flujos de efectivo detallados por cada segmento importante. Sin embargo, la declaración completa por segmentos es rara en la práctica debido a las dificultades que plantea separar los segmentos y la renuencia de la administración de dar a conocer información que puede perjudicar la posición competitiva de la empresa.

Las autoridades de regulación han establecido requerimientos de presentación de informes por segmentos industriales, actividades internacionales, ventas de exportación y clientes principales. La evaluación del riesgo y los rendimientos es uno de los principales objetivos del análisis de los estados financieros, y la práctica reconoce el valor de la declaración por segmentos en esta evaluación. Los datos por segmento son útiles en el análisis de las compañías que operan en varios segmentos industriales, o áreas geográficas, que a menudo tienen tasas diferentes de rentabilidad, riesgo y crecimiento. Estos datos ayudan a analizar la incertidumbre que afecta la oportunidad y el monto de las entradas y salidas esperadas de efectivo.

La práctica considera un segmento como significativo si las ventas, la utilidad (o pérdida) de operación, *o* los activos identificables de dicha división representan 10% o más de los montos combinados de todos los segmentos de operación de la empresa. Para asegurarse de que estos segmentos constituyen, en efecto, una parte considerable de las operaciones de una compañía, las ventas combinadas de todos los segmentos dadas a conocer tienen que representar por lo menos 75% de las ventas combinadas de la compañía. Por cada segmento, las empresas tienen que manifestar información financiera anual seleccionada (*véase SFAS 131),* que incluye: 1) ventas, tanto a otros segmentos como a clientes externos; 2) ingreso de operación: ingresos menos gastos de operación; 3) activos identificables; 4) gastos o beneficios de intereses e impuestos; 5) ganancias y pérdidas de partidas extraordinarias; y 6) gasto de depreciación, agotamiento y amortización. Adicionalmente, si una compañía deriva 10% o más de sus ingresos a partir de las ventas a un solo cliente, existe la obligación de declarar los ingresos recibidos de ese cliente. La SEC también exige una descripción narrativa de los negocios de la compañía por segmento de operación, como información sobre la competencia, dependencia de clientes, principales productos y servicios, retrasos en los pedidos, orígenes y disponibilidad de las materias primas, patentes, costos de investigación y desarrollo, número de empleados y la estacionalidad de las actividades mercantiles.

IMPLICACIONES PARA EL ANÁLISIS DE LOS INFORMES POR SEGMENTOS

Las compañías diversificadas y la pérdida de identidad de las subsidiarias en los estados financieros consolidados representan pruebas para el análisis. Aunque haya información por segmentos disponible, el análisis tiene que ser cuidadoso al usar esta información para pruebas de rentabilidad. Cuanto más específica y detallada sea la información del segmento, tanto más dependiente será de las asignaciones contables de los ingresos y gastos. La asignación de los costos comunes, como se practica en la contabilidad interna, se basa a menudo en conceptos de justicia, racionalidad y aceptabilidad para los gerentes. Estos conceptos tienen muy poca importancia en el análisis de la rentabilidad. Las asignaciones de gastos conjuntos frecuentemente son arbitrarias y limitadas en su validez y precisión. Por ejemplo, los costos de investigación y desarrollo, los gastos de promoción, los costos de publicidad, intereses, costos de pensiones, impuesto sobre la renta federal y estatal, y gastos generales y administrativos. No hay principios aceptados para asignar o transferir costos de un segmento a otro. Es preciso reconocer estas limitaciones cuando se depende de los informes por segmento.

Los informes por segmento son y deben ser analizados como información "blanda", esto es, información sujeta a manipulación e interpretación previa por parte de la gerencia. Tiene que tratarse con incertidumbre y las inferencias que se hacen de estos datos tienen que someterse a otras fuentes de verificación. No obstante, los datos por segmento sustentados por otras pruebas son sumamente útiles para el análisis. Específicamente, los datos por segmento ayudan en el análisis de:

- *Crecimiento de las ventas.* El análisis de las tendencias de las ventas por segmentos es útil para evaluar la rentabilidad. El crecimiento de las ventas a menudo es el resultado de uno o más factores, entre otros: 1) cambios en los precios, 2) cambios en el volumen, 3) adquisiciones y desinversiones, y 4) cambios en el tipo de cambio. La sección de Discusión y análisis de la gerencia en el informe de una compañía generalmente ofrece explicaciones de las causas del crecimiento de las ventas.
- *Crecimiento de los activos.* El análisis de las tendencias de los activos identificables por segmentos es conveniente en el análisis de la rentabilidad. La comparación entre los gastos de capital y la depreciación descubre a los segmentos que experimentan crecimiento "real". Cuando se analizan los informes de segmentos geográficos, el análisis debe tomar en consideración las variaciones en los tipos de cambio de las divisas que pueden afectar significativamente los valores manifestados.
- *Rentabilidad.* Las mediciones del ingreso de operación a ventas y el ingreso de operación a activos identificables por segmento son útiles en el análisis de la rentabilidad. Debido a las limitaciones de los datos de ingresos por segmento, el análisis debe centrarse en las tendencias y no en los niveles absolutos.

La figura CC.1 en el capítulo del Caso exhaustivo presenta un resumen de información por segmentos de Campbell Soup Company. La nota 2 de los estados financieros de Campbell Soup también contiene información sobre zonas geográficas.

Investigación del análisis

UTILIDAD DE LOS DATOS POR SEGMENTO

La investigación del análisis ofrece pruebas de que la información por segmentos es útil para pronosticar la rentabilidad futura. Se sabe que las ventas y utilidades totales de una compañía son iguales a la suma de las ventas y las utilidades de todos los segmentos (menos las transacciones entre compañías). Siempre que los diferentes segmentos estén sujetos a distintos factores económicos, la precisión de los pronósticos basados en los segmentos debe ser superior a la de los pronósticos basados en datos consolidados.

La combinación de los datos por segmentos específicos de la compañía con pronósticos específicos de la industria mejora la precisión de los pronósticos de las ventas y las utilidades. Los hechos demuestran que la introducción de los requisitos de presentación de informes por segmentos aumentó la precisión y redujo la dispersión de los pronósticos de las utilidades hechos por analistas bursátiles profesionales. Esto significa que el análisis de la rentabilidad también puede beneficiarse de los datos por segmentos.

RESPUESTAS DE ORIENTACIÓN PARA LOS PUNTOS DE VISTA DEL ANÁLISIS

AUDITOR

El *análisis conjunto* es la evaluación de una medición del desempeño de una compañía en relación con otra. En el caso de este cliente manufacturero, los dos análisis *individuales* producen cambios porcentuales dentro del intervalo aceptable de ±5%. Sin embargo, un análisis conjunto indicaría una situación más alarmante. Considere un análisis conjunto usando el margen de utilidad (ingreso neto/ventas). El margen de utilidad del cliente es de 11.46% ($2 060 000 − $1 824 000/$2 060 000) en el año en curso, en comparación con 5.0% ($2 000 000 − $1 900 000/$2 000 000) en el año anterior, ¡un aumento de 129% en el margen de utilidad! Esto es lo que le preocupa al socio auditor y lo que incita a realizar pruebas adicionales de auditoría, incluidos los análisis conjuntos para verificar o refutar las cifras del cliente.

CONSULTOR

Su análisis preliminar resalta las desviaciones de la norma en: 1) rotación de activos, 2) margen ajustado de utilidad antes de impuestos y 3) tasa de retención. La rotación de activos de su cliente es mejor que la norma. Su cliente hace uso eficiente de los activos. Sin embargo, debe advertirse: es necesario asegurarse de que todos los activos estén registrados contablemente y valuados de manera adecuada y saber si la compañía cambia de un modo eficiente los activos viejos. El margen ajustado de utilidad antes de impuestos del cliente es 60% menor que la norma. Esto es alarmante, en especial a la luz de la razón positiva de rotación de activos. El cliente tiene costos considerablemente mayores que la mayoría y es necesario dirigir esfuerzos para identificar y analizar estos costos. La tasa de retención también es considerablemente peor que la de los competidores. El cliente paga una mayor proporción de sus ingresos en impuestos. Es necesario utilizar expertos fiscales para identificar y planear adecuadamente las actividades comerciales teniendo presentes las consideraciones tributarias.

PREGUNTAS

8-1. ¿De qué manera se usa el rendimiento del capital invertido como una herramienta de administración interna?

8-2. ¿Por qué el rendimiento del capital invertido es una de las mediciones más relevantes del desempeño de una compañía? ¿Cómo se usa esta medición en el análisis de los estados financieros?

8-3. ¿Por qué el gasto por intereses se pasa por alto al calcular el rendimiento de los activos netos de operación (RNOA)?

8-4. Explique la razón para excluir los activos "no productivos" del capital invertido al calcular el rendimiento. ¿Qué circunstancias justifican la exclusión de los activos intangibles del capital invertido?

8-5. ¿Por qué razón el ingreso usado en el cálculo del rendimiento del capital invertido tiene que ajustarse para que refleje la base de capital (denominador) empleada en el cálculo?

8-6. ¿Qué relación hay entre el rendimiento de los activos netos de operación y las ventas? Tome en consideración tanto la razón NOPAT a ventas como la razón ventas a activos netos de operación en su respuesta.

8-7. La Compañía A adquiere a la Compañía B porque la segunda tiene un margen de NOPAT superior a la norma de la industria. Después de la adquisición, un accionista se queja de que la adquisición redujo el rendimiento de los activos netos de operación. Explique las posibles razones de que esto ocurra.

8-8. El margen de NOPAT de la Compañía X es de 2% de las ventas. La Compañía Y tiene una rotación de activos netos de operación de 12. El RNOA de las dos compañías es de 6% y se le considera insatisfactorio con base en las normas de la industria. ¿Qué rotación de activos netos de operación tiene la Compañía X? ¿Qué margen de NOPAT tiene la Compañía Y? ¿Qué medidas estratégicas recomendaría usted a las gerencias de las respectivas compañías?

8-9. ¿Cuál es el propósito de medir la rotación de diferentes categorías de activos?

8-10. ¿Qué factores (limitaciones) intervienen en la evaluación del rendimiento de los activos netos de operación?

8-11. ¿Cómo se calcula el índice de crecimiento del capital? ¿Qué es lo que mide?

8-12. *a*) ¿En qué difieren el rendimiento de los activos netos de operación y el rendimiento del capital común de los accionistas comunes?
b) ¿Cuáles son los componentes del rendimiento del capital común de los accionistas comunes? ¿Qué miden los componentes?

8-13. *a*) La rotación del capital es las ventas divididas entre el promedio del capital de los accionistas. ¿Qué mide la rotación del capital? ¿Cómo se relaciona con el rendimiento del capital común de los accionistas? común (*Sugerencia:* examine los componentes de ROCE.)
b) "No es probable que el crecimiento de las utilidades por acción resultante de un aumento en la rotación del capital continúe indefinidamente". ¿Está usted de acuerdo o en desacuerdo con esta aseveración? Explique su respuesta y analice los componentes de la rotación del capital en cuanto al efecto en las utilidades.

8-14. ¿Qué circunstancias justifican incluir deuda convertible como capital fijo al calcular el rendimiento del capital de los accionistas?

(Adaptado de CFA)

EJERCICIOS

EJERCICIO 8-1
Análisis del apalancamiento financiero para estrategias alternativas de financiamiento

El rendimiento de los activos netos de operación (RNOA) de FIT Corporation es de 10% y su tasa tributaria es de 40%. Sus activos netos de operación (4 millones de dólares) se financian en su totalidad con capital de los accionistas comunes. La gerencia está considerando opciones para financiar una expansión que cuesta 2 millones de dólares. Espera que el rendimiento de los activos netos de operación permanezca sin cambios. Hay dos opciones para financiar la expansión:

1. Emitir 1 millón de dólares en bonos con cupón de 12%, y 1 millón de dólares en acciones ordinarias.
2. Emitir 2 millones de dólares en bonos con cupón de 12%.

Se requiere:

a) Determine el ingreso neto de operación después de impuestos (NOPAT) y el ingreso neto para cada opción.
b) Calcule el rendimiento del capital de los accionistas comunes para cada opción (use capital al final del ejercicio).
c) Calcule la razón activos a capital para cada opción.
d) Calcule el rendimiento de los activos netos de operación y explique cómo el nivel de apalancamiento interacciona con este rendimiento para ayudar a determinar la opción que la gerencia debe elegir.

EJERCICIO 8-2
Análisis de los rendimientos y las estrategias de financiamiento alternativo

El rendimiento de los activos netos de operación (RNOA) de Roll Corporation es de 10% y su tasa tributaria es de 40%. Sus activos netos de operación (10 millones de dólares) se financian en su totalidad con capital de los accionistas comunes. La gerencia está pensando en usar bonos para financiar una expansión que cuesta 6 millones de dólares. Espera que el rendimiento de los activos netos de operación permanezca sin cambio. Hay dos opciones para financiar la expansión:

1. Emitir 2 millones de dólares en bonos con cupón de 5% y 4 millones de dólares en acciones ordinarias.
2. Emitir 6 millones de dólares en bonos con cupón de 6%.

Se requiere:

a) Calcule el ingreso neto de operación después de impuestos (NOPAT) y el ingreso neto que Roll tiene actualmente.
b) Determine el ingreso neto y el ingreso neto de operación después de impuestos para cada uno de los dos planes de financiamiento.
c) Calcule el rendimiento del capital de los accionistas comunes en cada opción (use capital al final del ejercicio).
d) Explique las diferencias, si las hay, en el ROCE de las dos opciones calculado en *c*). Incluya una explicación del apalancamiento en su respuesta.

EJERCICIO 8-3
Desglose de las mediciones del rendimiento para analizar el apalancamiento

A continuación se presenta información financiera de Syntex Corporation:

1. La rotación de NOA (el promedio de NOA es igual a NOA final) es 2.
2. El margen de NOPAT es igual a 5%.
3. La razón de apalancamiento (promedio de NFO/promedio de capital de los accionistas común) es de 1.786, y el diferencial es de 4.4%.

Se requiere:

a) Calcule el rendimiento de los activos netos de operación (RNOA).
b) Calcule el rendimiento del capital de los accionistas comunes usando sus tres principales componentes.
c) Analice el desglose del rendimiento del capital de los accionistas comunes. ¿Cuál es la "ventaja de apalancamiento (en rendimiento porcentual) que se acumula al capital de los accionistas comunes"?

EJERCICIO 8-4
Desglose y análisis del rendimiento del capital de los accionistas comunes

Consulte los datos financieros del caso 10-5 (véase página 567). Al analizar esta compañía, usted considera que es importante diferenciar entre el éxito de las operaciones y las decisiones financieras.

Se requiere:

a) Explique la diferencia entre el ROCE de ABEX en los años 5 y 9. Su análisis debe incluir el cálculo y el examen de los componentes que determinan el rendimiento del capital de los accionistas comunes.
b) Explique por qué las utilidades por acción de ABEX casi se duplicaron entre los años 5 y 9 a pesar de la baja en el rendimiento del capital de los accionistas comunes.

(Adaptado de CFA)

COMPROBACIÓN
a) ROCE del año 9, 9.07%

EJERCICIO 8-5
Análisis de rendimientos y efectos del apalancamiento

A continuación se presenta alguna información financiera de ADAM Corporation:

1. La rotación de NOA (el promedio de NOA es igual a NOA final) es 3.
2. El margen de NOPAT es de 7%.
3. La razón de apalancamiento (promedio de NFO a promedio de capital de los accionistas comunes) es de 1.667, y el diferencial es de 8.4%.

Se requiere:

a) Calcule el rendimiento de los activos netos de operación (RNOA).

b) Calcule el rendimiento del capital de los accionistas comunes usando sus tres principales componentes.

c) Prepare un análisis de la composición del rendimiento del capital de los accionistas comunes que describa la ventaja o desventaja de acumular en el capital de los accionistas comunes a partir del uso del apalancamiento.

EJERCICIO 8-6
Análisis del apalancamiento financiero para los rendimientos de los accionistas

A continuación se reproduce el balance general condensado de Rose Corporation para el año 2:

Activo		
Activo circulante	250 000	dólares
Activo a largo plazo	1 750 000	
Total del activo	2 000 000	dólares
Pasivo y capital contable		
Pasivo circulante	200 000	dólares
Pasivo a largo plazo (bonos a 8%)	675 000	
Capital de los accionistas comunes	1 125 000	
Total del pasivo y capital contable	2 000 000	dólares

Información adicional:

1. El ingreso neto del año 2 es de 157 500 dólares.
2. La tasa del impuesto sobre la renta es de 50%.
3. Los montos del activo total y el capital de los accionistas son iguales en los años 1 y 2.
4. Todo el activo y pasivo circulante se considera que es de operación.

Se requiere:

a) Determine si el apalancamiento (de la deuda de largo plazo) beneficia a los accionistas de Rose. (*Sugerencia:* Examine el ROCE con y sin apalancamiento.)

b) Calcule el NOPAT y el RNOA de Rose (use NOA final).

c) Demuestre el efecto favorable del apalancamiento dado en el desglose del ROCE y la respuesta del inciso *b*).

EJERCICIO 8-7
Comprensión de las mediciones del rendimiento (opción múltiple)

1. ¿Cuál de las siguientes situaciones corresponde mejor a una razón de "ventas a promedio de activos tangibles netos" superior a la norma de la industria? (Elija una respuesta.)
   a) Una compañía que expandió su planta y equipo en los últimos tres años.
   b) Una compañía que usa sus activos de manera ineficiente.
   c) Una compañía con una proporción grande de planta y equipo viejos.
   d) Una compañía que usa depreciación en línea recta.
2. Una medición de la utilización de los activos (rotación) es (elija una respuesta):
   a) Ventas divididas entre el promedio de los activos de operación a largo plazo.
   b) Rendimiento de los activos netos de operación.

c) Rendimiento del capital de los accionistas comunes.
d) NOPAT dividido entre ventas.

3. El rendimiento de los activos netos de operación depende de (elija una respuesta):
   a) Tasas de interés y utilidades antes de impuestos.
   b) Razón deuda a capital.
   c) Margen de utilidad de operación después de impuestos y rotación de NOA.
   d) Ventas y activos totales.

EJERCICIO 8-8
Predicción de los componentes del rendimiento de los activos

El rendimiento de los activos netos de operación es una función tanto del margen de utilidad como de la rotación de los activos netos de operación.

Se requiere:

¿Cómo cree usted que el conocimiento del margen de utilidad de operación y de la rotación de los activos de operación contribuiría al análisis del rendimiento manifestado de los activos netos de operación en las siguientes compañías (esto es, si la empresa registró un alto rendimiento sobre los activos netos de operación, ¿es más probable que el margen de utilidad de operación sea especialmente alto, o que la rotación de los activos de operación sea especialmente alta, o las dos cosas)? Realice sus evaluaciones en relación con las normas de la industria.

a) BMW
b) Ford
c) Sak's Fifth Avenue
d) Target
e) Wal-Mart
f) McDonald's
g) Amazon.com

EJERCICIO 8-9
Análisis del rendimiento de los activos

Dos distribuidores de automóviles, Legend Auto Sales y Reliable Auto Sales, compiten en la misma zona. Ambos compran automóviles por 10 000 dólares cada uno y los venden en 12 000 cada uno. Ambos tienen 10 autos en el lote en todo momento. Una persona que es una leyenda del básquetbol local es propietaria de Legend Auto Sales. Como resultado, Legend vende 100 autos cada año, mientras que Reliable sólo vende 50 vehículos cada año. Los distribuidores no tienen otros ingresos o gastos.

Se requiere:

El banco del pueblo le ha negado un préstamo a Reliable Auto Sales porque el rendimiento de los activos netos de operación de este distribuidor es inferior al de su rival. El propietario de Reliable Auto Sales lo ha contratado a usted para que explique por qué el rendimiento de los activos netos de operación es inferior al de Legend Auto Sales. Prepare un memorándum para Reliable Auto Sales en el que explique el problema. Presente el sustento cuantitativo de las conclusiones.

EJERCICIO 8-10
Análisis de la rotación de inmuebles, planta y equipo

Una máquina que produce discos de hockey cuesta 20 500 dólares y produce 10 discos por hora. Dos compañías similares compran la máquina y comienzan a producir y a vender discos. La primera compañía, Northern Sales, está ubicada en International Falls, Minnesota. La segunda, Southern Sales, se sitúa en Huntsville, Alabama. Northern Sales opera la máquina 20 horas al día para satisfacer la demanda de sus clientes. Southern Sales opera la máquina 10 horas al día para satisfacer la demanda de sus clientes. Los datos de las ventas en el primer mes de operaciones son:

	Northern	Southern
Inmuebles, planta y equipo	20 500 dls.	20 500 dls.
Depreciación acumulada (Inmuebles, planta y equipo)	500 dls	500 dls.
Discos vendidos	6 000 discos	3 000 discos
Ventas	12 000 dls.	6 000 dls.

Se requiere:

Calcule la razón de rotación de inmuebles, planta y equipo [ventas entre promedio de inmuebles, planta y equipo (PPE)] tanto de Northern Sales como de Southern Sales. Explique cómo afecta esta razón el rendimiento de los activos netos de operación de cada compañía (suponga que el margen de utilidad de cada compañía es igual y que no ha habido cambios en PPE).

EJERCICIO 8-11
Análisis de la relación entre ingresos y gastos

Un informe de prensa contenía la siguiente noticia: *Se espera que General Motors, Ford y Chrysler registren pérdidas en sus operaciones del cuarto trimestre a pesar de las ganancias en las ventas. Los ingresos de los fabricantes de automóviles se basan en la producción de las fábricas y no en las ventas al menudeo realizadas por los concesionarios, y los incrementos en las ventas del último trimestre procedieron de los inventarios acumulados al final del tercer trimestre, en vez de los modelos producidos en el cuarto trimestre.*

Se requiere:

Analice las probables razones contables que contribuyen a estas pérdidas esperadas de los fabricantes de automóviles en el cuarto trimestre.

PROBLEMAS

PROBLEMA 8-1
Determinación del rendimiento del capital invertido (conceptual)

Quaker Oats Company

Quaker Oats, en su informe anual, revela lo siguiente:

Objetivos financieros: Ofrecer rendimientos totales a los accionistas (dividendos más plusvalía del precio de las acciones) que superen tanto el costo del capital como el índice de acciones S&P 500 a través del tiempo. El rendimiento total para los accionistas de Quaker en el año 11 fue de 34%. Esta cifra se compara de manera muy favorable con el costo de capital durante el año, que fue de aproximadamente 12%, y con el rendimiento total del índice de acciones S&P 500, que fue de 7%. El impulso de este desempeño vigoroso lo están proporcionando las utilidades reales de las operaciones continuas que crecieron 7.4% en los últimos cinco años y el rendimiento sobre el capital que aumentó a 24.1%. [El precio de las acciones de Quaker Oats al principio y final del año 11 era de 48 y 62 dólares, respectivamente, y los dividendos del año 11 ascienden a 1.56 dólares por acción.]

El parámetro de referencia para la inversión

El costo del capital se usa como parámetro de referencia (benchmark), o tasa mínima de rendimiento, para asegurar que todos los proyectos que se emprendan ofrezcan una tasa de rendimiento adecuada. El costo del capital se usa como tasa de descuento para determinar si un proyecto producirá un rendimiento económico de la inversión. Los posibles flujos de efectivo de un proyecto se calculan y descuentan a valor presente. Esta cantidad se compara con los costos de la inversión inicial para determinar si se crea valor incremental. El costo del capital se calcula usando las ponderaciones del valor de mercado aproximado de la deuda y el capital propio utilizados para financiar a la compañía.

Costo de los recursos propios + Costo de la deuda = Costo del capital

En los casos en que Quaker es capaz de generar y reinvertir continuamente flujos de efectivo en proyectos cuyos rendimientos superan el costo del capital, se crea valor económico. Cuando el mercado bursátil evalúa la capacidad de la compañía de generar valor, este valor se refleja en la plusvalía del precio de las acciones.

El costo de los recursos propios. El costo de los recursos propios es una medida del rendimiento mínimo que Quaker debe ganar para retribuir adecuadamente a los inversionistas por el riesgo que implica la propiedad de las acciones de la empresa. Este costo es una combinación de una tasa "libre de riesgo" y una "prima de riesgo del capital". La tasa libre de riesgo (la tasa de los bonos del Tesoro de Estados Unidos) es la suma de la tasa de inflación esperada y un rendimiento "real" de 2 a 3%. En el año 11, la tasa libre de riesgo fue aproximadamente de 8.4%. Los inversionistas en las acciones de Quaker esperan el rendimiento de un título sin riesgo más "una prima de riesgo" de aproximadamente 3.6% que los compense por correr los riesgos de las acciones de Quaker. El riesgo de poseer acciones de Quaker es inherente al hecho de que los rendimientos dependen de la rentabilidad futura de la compañía. El costo de los recursos propios de Quaker fue aproximadamente de 12%.

El costo de la deuda. El costo de la deuda es simplemente el índice de deuda a largo plazo, después de impuestos, que fue de alrededor de 6.4%.

Se requiere:

a) Quarker informa que el "rendimiento para los accionistas" es de 34%.
   1. ¿Cómo se calcula este rendimiento (proporcione los cálculos)?
   2. ¿En qué difiere este rendimiento del rendimiento del capital común de los accionistas comunes?

b) Explique cómo Quaker Oats llega a la "prima de riesgo" de 3.6% que necesitan los accionistas comunes como compensación por asumir los riesgos de las acciones de Quaker Oats.

c) Explique cómo Quaker Oats determina el costo de la deuda en 6.4%.

PROBLEMA 8-2
Análisis de los rendimientos de la compañía y aumentos propuestos en los salarios

Zear Company produce un procesador electrónico y lo vende al mayoreo a establecimientos manufactureros y comercios al menudeo a 10 dólares cada uno. En el ejercicio fiscal del año 8 de Zear, se vendieron 500 000 procesadores. Los costos fijos del año 8 suman en total 1 500 000 dólares, incluidos los costos de los intereses sobre sus obligaciones quirografarias a 7.5%. Los costos variables son de 4 dólares por procesador en cuanto a materiales. Zear emplea aproximadamente 20 trabajadores con salario por hora, y cada uno de ellos ganó 35 000 dólares en el año 8.

Zear se encuentra actualmente negociando el contrato colectivo. Los trabajadores de la fábrica solicitan aumentos considerables en los salarios por hora. Zear pronostica un aumento de 6% en los costos fijos y ningún cambio en el precio del procesador, o en los costos de los materiales usados para fabricar los procesadores. Zear también pronostica un crecimiento de 10% en el volumen de ventas del año 9. Para satisfacer el aumento necesario en la producción debido a la demanda en las ventas, Zear contrató recientemente otros dos empleados que trabajan por hora.

El balance general condensado de Zear al final del ejercicio fiscal del año 8 se presenta a continuación (la tasa tributaria es de 50%):

Activo		**Pasivo y capital**	
Activo circulante		Pasivo circulante	$2 000 000
Efectivo	$ 700 000	Obligación quirografaria a 7½% a largo plazo	2 000 000
Cuentas por cobrar	1 000 000	Acciones preferentes a 6% 10 000 acciones	
Otros	800 000	valor a la par 100 dls.	1 000 000
Total del activo circulante	2 500 000	Acciones comunes	1 800 000
Activos fijos (neto)	5 500 000	Utilidades retenidas	1 200 000
Total del activo	$8 000 000	Total del pasivo y capital	$8 000 000

Se requiere:

a) Calcule el rendimiento del capital invertido de Zear en el año 8, donde el capital invertido es:
1. Activos netos de operación al final del año 8 (suponga que todo el activo y pasivo circulante es de operación).
2. Capital de los accionistas común al final del año 8.

b) Calcule el aumento máximo anual en los salarios que Zear puede pagar a cada empleado de la fábrica y al mismo tiempo obtener un rendimiento de los activos netos de operación de 10%.

(Adaptado de CFA)

COMPROBACIÓN
a) RNOA = 7.92%

PROBLEMA 8-3
Desglose e interpretación del rendimiento del capital de los accionistas comunes.

Merck & Co.

A continuación se presentan datos seleccionados del estado de resultados y el balance general de **Merck & Co.** en el año 9:

MERCK & COMPANY, INC.
Datos financieros seleccionados del año 9 (millones de dólares)

Datos del estado de resultados	
Ingresos por ventas	$7 120
Depreciación	230
Gasto por intereses	10
Ingresos antes de impuestos	2 550
Impuesto sobre la renta	900
Ingreso neto	1 650

(continúa)

PROBLEMA 8-4
(*conclusión*)

Datos del balance general	
Activo circulante	$4 850
Activos fijos neto	2 400
Total del activo	7 250
Pasivo circulante	3 290
Deuda a largo plazo	100
Capital de los accionistas	3 860
Total del pasivo y capital de los accionistas	7 250

COMPROBACIÓN
a) ROCE = 42.7%
b) RNOA = 42.0%

Se requiere:

a) Calcule el rendimiento del capital de los accionistas comunes en el año 9 usando cantidades de fin de año y suponiendo que no hay dividendos preferentes.

b) Desglose el ROCE de Merck en sus componentes de operación (RNOA) y no de operación. Comente sobre el uso del apalancamiento por parte de Merck. (Suponga que todo el activo y pasivo circulante es de operación y una tasa tributaria de 35%.)

PROBLEMA 8-4
Desglose y análisis del rendimiento del capital invertido

Como analista financiero de una agencia de calificación de deuda, se le pide analizar las mediciones del rendimiento del capital invertido y la utilización de activos (rotación) de ZETA Corporation. En el capítulo del caso exhaustivo se reproduce información financiera seleccionada de los años 5 y 6 de ZETA Corporation (véase caso CC-2).

COMPROBACIÓN
a) RNOA = 18.14%

Se requiere:

a) Calcule las siguientes mediciones del rendimiento para el año 6 (suponga una tasa tributaria de 50%):
1) Rendimiento de activos netos de operación. 2) Rendimiento del capital de los accionistas comunes.

b) Desglose el ROCE del año 6. Comente sobre el uso del apalancamiento financiero por parte de Zeta.

PROBLEMA 8-5
Desglose y análisis del rendimiento del capital de los accionistas comunes.

A continuación se presentan datos seleccionados de los estados financieros de Texas Telecom, Inc., para los años 5 y 9 (millones de dólares):

	Año 5	Año 9
Datos del estado de resultados		
Ingresos	$542	$979
Ingreso de operación	35	68
Gasto por intereses	7	0
Ingreso antes de impuestos	28	68
Impuesto sobre la renta	14	34
Ingreso neto	14	34
Datos del balance general		
Activos de operación a largo plazo	$ 52	$ 63
Capital de trabajo	123	157
Total del pasivo	50	0
Total del capital de los accionistas	125	220

COMPROBACIÓN
a) RNOA del año 5 = 10.0%

Se requiere:

a) Calcule el rendimiento del capital de los accionistas comunes y desglose el ROCE de los años 5 y 9 usando valores de fin de año para los cálculos que requieren un promedio (suponga que los activos fijos y el capital de trabajo son de operación y una tasa tributaria de 50%).

b) Comente el uso del apalancamiento financiero por parte de Texas Telecom.

PROBLEMA 8-6
Análisis de los cambios en el margen bruto

Johnson Corporation vende principalmente dos productos: (A), limpiadores para consumidores, y (B), purificadores industriales. Su margen bruto y componentes de los últimos dos años son:

	Año 7	Año 6
Ingresos por ventas		
Producto A	$60 000	$35 000
Producto B	30 000	45 000
Total	90 000	80 000
Menos costo de los bienes vendidos		
Producto A	50 000	28 000
Producto B	19 500	27 000
Total	69 500	55 000
Margen bruto	$20 500	$25 000

En el año 6, el precio de venta de A es de 5 dólares por unidad, mientras que en el año 7 es de 6 dólares por unidad. El producto B se vende en 50 dólares por unidad en los dos años. Los analistas bursátiles y la prensa financiera expresaron sorpresa ante el aumento de 12.5% en las ventas de Johnson y la disminución de 4 500 dólares en el margen bruto del año 7.

Se requiere:

Prepare una exposición analítica que explique el cambio en el margen bruto del año 7 con respecto al año 6. Analice y señale los efectos que los cambios en cantidades, precios, costos y mezcla de productos tienen en el margen bruto.

COMPROBACIÓN
Decremento neto, (4 500) dólares

PROBLEMA 8-7
Análisis porcentual de los estados de resultados comparativos

A continuación se presentan los estados comparativos de ingresos de Spyres Manufacturing Company para los años 9 y 8.

	Año 9	Año 8
Ventas netas	$600 000	$500 000
Costo de los bienes vendidos	490 000	430 000
Margen bruto	110 000	70 000
Gastos de operación	101 000	51 000
Ingresos antes de impuestos	9 000	19 000
Impuesto sobre la renta	2 400	5 000
Ingreso neto	$ 6 600	$ 14 000

Se requiere:

a) Prepare estados financieros porcentuales que muestren el porcentaje de cada partida con respecto a las ventas netas para los años 8 y 9. Incluya una columna para apuntar el incremento, o el decremento, porcentual del año 9 en relación con el año 8 (redondee las cifras a una décima de 1%).

b) Interprete la tendencia que muestran los cálculos porcentuales de *a*). ¿Qué áreas identificadas en este análisis deben ser motivo de preocupación para la gerencia?

PROBLEMA 8-8
Variaciones en el ingreso y los componentes del ingreso

En una reunión del Comité de políticas de inversión de su empresa se pone a consideración la posibilidad de invertir en ZETA Corporation (véase caso CC-2 en el capítulo Caso exhaustivo). Durante las discusiones, uno de los miembros del comité pregunta sobre los principales factores que explican el cambio en los ingresos de ZETA Corporation del año 5 al año 6.

Se requiere:

Analice las variaciones en el ingreso y los componentes del ingreso de ZETA Corporation para comparar el año 6 con el año 5. Analice e interprete los resultados. (*Sugerencia:* Las notas de ZETA son útiles para este propósito.)

PROBLEMA 8-9
Análisis de los datos por línea de negocios (que se extienden más allá del valor en libros)

A continuación se presentan datos seleccionados de Kemp Corporation:

KEMP CORPORATION
Información por línea de productos (miles de dólares)

	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4
Equipo de comunicaciones de datos				
Ventas netas	$4 616	$5 630	$4 847	$6 890
Contribución al ingreso	570	876	996	1 510
Inventario	2 615	2 469	2 103	1 897
Dispositivos que registran el tiempo				
Ventas netas	3 394	4 200	4 376	4 100
Contribución al ingreso	441	311	34	412
Inventario	1 193	2 234	2 574	2 728
Hardware para la industria electrónica				
Ventas netas	—	—	$ 1 564	$ 1 850
Contribución al ingreso	—	—	771	919
Inventario	—	—	331	287
Productos domésticos para coser				
Ventas netas	$1 505	$ 1 436	1 408	1 265
Contribución al ingreso	291	289	276	342
Inventario	398	534	449	526
Totales corporativos				
Ventas netas	9 515	11 266	12 195	14 105
Contribución al ingreso	1 302	1 476	2 077	3 183
Inventario	4 206	5 237	5 457	5 438

Se requiere:

a) Para el año 4, calcule las siguientes razones:
   1. Inventario/Ventas.
   2. Inventario/Contribución al ingreso.

b) Calcule el porcentaje con que cada línea de productos contribuyó al total de ingresos en cada año. Interprete estas cifras.

c) Comente respecto a si es deseable una inversión en cada línea de productos.

CASOS

CASO 8-1
Análisis exhaustivo del rendimiento del capital invertido

Consulte los estados financieros de **Dell Inc.**, que se reproducen en el apéndice A. **Dell Inc.**

Se requiere:

a) Calcule las siguientes razones de rendimiento del capital invertido de Dell en 2005:
1. Rendimiento de los activos netos de operación (RNOA).
2. Rendimiento desglosado de los activos netos de operación.
3. Rendimiento del capital de los accionistas común.
4. Rendimiento desglosado del capital de los accionistas común.

b) Calcule las siguientes razones de rotación de activos de Dell en 2005:
1. Rotación de las cuentas por cobrar y periodo promedio de cobranza.
2. Rotación de inventarios y promedio de días de inventario en circulación.
3. Rotación de activos de operación a largo plazo.
4. Rotación de las cuentas por pagar y promedio de días de las cuentas por pagar.

c) Usando sus cálculos de las partes *a*) y *b*), analice y evalúe el rendimiento del capital invertido de Dell y las razones de rotación para 2005.

COMPROBACIÓN
a) RNOA = 73.9%
b) R. de inv. = 102.3

CASO 8-2
Análisis exhaustivo del rendimiento del capital de los accionistas común

Usted es analista de Investment Counselors, Inc. y el gerente de cartera de la empresa toma la decisión de aumentar las acciones de fabricantes de ropa y artículos deportivos en los fondos administrados por la empresa. Se le asigna recomendar una acción como inversión inicial para cumplir este objetivo de largo plazo. Diligentemente, usted analiza y evalúa todas las acciones de este tipo de empresas y reduce la decisión a dos compañías fabricantes de calzado deportivo: Nike y Reebok.

El gerente de cartera le solicita analizar las causas internas del crecimiento de las utilidades de cada compañía. Usted decide desglosar y evaluar los componentes internos del crecimiento de cada compañía para explicar las tendencias en la variable de interés, *rendimiento del capital de los accionistas comunes*. Identifica los componentes fundamentales que impulsan el ROCE y crea la siguiente hoja de cálculo:

Nike	Año 5	Año 4	Año 3	Año 2	Año 1
Rendimiento del capital (ROCE)	21.6%	12.1%	18.1%	17.8%	18.5%
Rendimiento de los activos netos de operación (RNOA)	19.2%	15.5%	14.2%	13.4%	13.3%
Apalancamiento financiero (LEV)	14.4%	24.8%	32.8%	41.3%	46.0%
Diferencial	16.6%	−13.9%	11.9%	10.6%	11.3%
Crecimiento de las ventas	14.55%	8.13%	4.26%	5.49%	2.49%
Margen de utilidad bruta	42.9%	41.0%	39.3%	39.0%	39.9%
Gasto de venta, generales y administrativos/Ventas	32.7%	31.9%	31.4%	30.6%	31.5%
NOPAT/Ventas	7.8%	7.1%	7.0%	6.6%	6.8%
Gasto por impuestos/Ingreso antes de impuestos	34.8%	34.1%	34.3%	36.0%	37.0%
Rotación de NOA	2.44	2.19	2.03	2.02	1.96
Rotación de cuentas por cobrar	5.83	5.50	5.78	5.95	5.79
Periodo promedio de cobranza	62.62	66.33	63.19	61.37	63.09
Rotación de inventarios	4.45	4.37	4.29	4.03	4.13
Promedio de días de inventario en circulación	82.07	83.50	85.04	90.54	88.37
Rotación de activos de operación a largo plazo	6.56	5.46	4.67	4.47	4.18
Rotación de cuentas por pagar	10.48	11.72	12.83	11.86	10.62
Promedio de días de cuentas por pagar	34.84	31.13	28.46	30.78	34.36

(continúa)

CASO 8-2
(conclusión)

Reebok	Año 5	Año 4	Año 3	Año 2	Año 1
Rendimiento del capital (ROCE)	15.7%	15.1%	15.0%	13.4%	1.9%
Rendimiento de los activos netos de operación (RNOA)	12.7%	12.3%	12.1%	10.1%	7.9%
Apalancamiento financiero (LEV)	36.7%	44.5%	53.8%	78.8%	101.0%
Diferencial	8.2%	6.3%	5.4%	4.2%	−6.0%
Crecimiento de las ventas	11.43%	4.51%	4.45%	−1.19%	−10.07%
Margen de utilidad bruta	38.4%	38.3%	36.7%	37.9%	38.5%
Gasto de venta, generales y administrativos/Ventas	32.2%	32.4%	31.8%	33.6%	35.2%
NOPAT/Ventas	5.0%	4.8%	4.3%	3.8%	3.2%
Gasto por impuestos/Ingreso antes de impuestos	30.8%	31.0%	31.0%	36.1%	36.0%
Rotación de NOA	2.55	2.59	2.84	2.66	2.50
Rotación de cuentas por cobrar	7.31	7.77	7.42	6.81	6.20
Periodo promedio de cobranza	49.96	46.98	49.22	53.58	58.86
Rotación de inventarios	5.71	5.06	5.01	4.40	3.76
Promedio de días de inventario en circulación	63.95	72.10	72.88	82.88	97.17
Rotación de activos de operación a largo plazo	13.67	12.62	12.31	10.25	9.03
Rotación de cuentas por pagar	13.33	13.16	12.66	10.92	9.99
Promedio de días de cuentas por pagar	27.37	27.74	28.83	33.43	36.54

Se requiere:

a) Describa e interprete cómo la tendencia de los últimos cinco años en los componentes del ROCE determinan esta medición tanto en Nike como en Reebok.

b) Recomiende una "compra" de acciones de una de estas compañías con base en su análisis. Sustente su recomendación con referencia a su análisis de *a*).

CASO 8-3
Análisis del rendimiento del capital invertido

Walt Disney Company

Walt Disney Company (Disney) es una compañía internacional de entretenimiento, diversificada, que tiene operaciones en tres segmentos de negocios. A continuación se muestran datos de ingresos totales e ingresos de operación para estos tres segmentos:

DATOS POR SEGMENTO DE NEGOCIOS
Ejercicios anuales finalizados el 30 de septiembre

(Millones de dólares)	AÑO 13		AÑO 9	
Segmentos de negocios	Ingresos	Ingresos de operación	Ingresos	Ingresos de operación
Parques temáticos y centros vacacionales	$3 441	$ 747	$2 595	$ 785
Entretenimiento cinematográfico	3 673	622	1 588	256
Productos al consumidor	1 415	355	411	188
	$8 529	$1 724	$4 594	$1 229

La rentabilidad de la industria del tiempo libre recibe la influencia de varios factores que incluyen las condiciones económicas, la cantidad de tiempo libre disponible, los precios del petróleo y el transporte, y los patrones climatológicos. La gerencia de Disney ha impulsado con energía el aumento de los precios de admisión a los parques temáticos. En el periodo de 10 años que finalizó en el año 13, los precios de admisión

aumentaron a una tasa anual de 8 a 9%, en comparación con menos de 4% correspondiente a la inflación de los precios al consumidor en Estados Unidos. El negocio de películas de Disney ha crecido con rapidez debido a la creciente aceptación de The Disney Channel y, de manera notable, los esfuerzos de la gerencia por explotar las oportunidades de distribución cada vez más amplias que existen para su enorme biblioteca videográfica. Los ingresos de la división de Productos al consumidor de Disney también han crecido considerablemente, ya que la compañía ha movido con dinamismo su repertorio de productos hacia la publicación y la venta al menudeo directas y lo ha apartado de la fuentes de ingresos por licencias y regalías que tienen márgenes de utilidad más altos. Durante el cuarto trimestre del ejercicio fiscal del año 13 (que finalizó el 30 de septiembre del año 13), Disney canceló el valor total en libros de Euro Disney. El cargo fue por 350 millones de dólares (218 millones de dólares después de impuestos).

WALT DISNEY COMPANY

Datos seleccionados de los estados financieros y otros datos
Ejercicios anuales finalizados el 30 de septiembre

(Millones de dólares, excepto en los datos por acción)	Año 13	Año 9
Estado de resultados		
Ingresos	$ 8 529	$4 594
Gastos de operación	(6 968)	(3 484)
Gasto por intereses	(158)	(24)
Ingresos por inversiones e intereses	186	67
Ganancia (pérdida) de Euro Disney	(515)	0
Ingresos antes de impuestos	1 074	1 153
Impuestos	(403)	(450)
Ingreso neto	$ 671	$ 703
Utilidades por acción	$ 1.23	$ 1.27
Dividendos por acción	$ 0.23	$ 0.11
Balance general		
Efectivo	$ 363	$ 381
Cuentas por cobrar	1 390	224
Inventarios	609	909
Otros	1 889	662
Activo circulante	4 251	2 176
Inmuebles, planta y equipo, neto	5 228	3 397
Otros activos	2 272	1 084
Total del activo	$11 751	$6 657
Pasivo circulante	$ 2 821	$1 262
Préstamos	2 386	861
Otros pasivos	1 514	1 490
Capital de los accionistas	5 030	3 044
Total del pasivo y capital de los accionistas	$11 751	$6 657
Flujo de efectivo de las operaciones	$ 2 145	$1 275
Otros datos		
Acciones comunes en circulación (millones)	544	552
Precio al cierre capital social común por acción	$ 37.75	$30.22

Nota: El total del activo –excepto "otros" activos circulantes, pasivo circulante y otros pasivos– se considera de operación, lo mismo que la pérdida por Euro Disney.

COMPROBACIÓN
a) RNOA del año 13 = 11.82%
b) Diferencial del año 13 = 15.34%

Se requiere:

a) Calcule y desglose el rendimiento del capital de los accionistas comunes de Disney en *cada uno* de los *dos* ejercicios fiscales que finalizaron el 30 de septiembre del año 9 y el 30 de septiembre del año 13 (use cifras de fin de año en los cálculos de las razones que generalmente usan promedios).

b) Basándose sólo en sus respuestas a la parte *a*) y los datos disponibles, identifique los *dos* componentes que más contribuyeron al cambio observado en el rendimiento del capital de los accionistas comunes de Disney entre el año 9 y el año 13. Exponga *dos* razones que expliquen el cambio observado en *cada uno* de los *dos* componentes.

(Adaptado de CFA)

CASO 8-4
Análisis de la información porcentual sobre rentabilidad

Los siguientes datos se han extraído del informe anual de **Lands' End:**

Lands' End

Para el periodo finalizado	Año 9	Año 8	Año 7	Año 6	Año 5
Ventas netas	100%	100%	100%	100%	100%
Costo de las ventas	55.0	53.4	54.5	57.0	57.6
Utilidad bruta	45.0	46.6	45.5	43.0	42.4
Gastos de venta, generales y administrativos	39.7	38.8	37.9	38.0	36.0
Otros gastos	3.0	2.7	3.0	2.0	2.8
Ingreso neto	2.3%	5.1%	4.6%	3.0%	3.6%

Se requiere:

a) Explique los tres factores que determinan el nivel de las ventas y el de las utilidades brutas como un porcentaje de las ventas en el contexto de las operaciones de Lands' End.

b) Interprete el porcentaje de utilidades brutas (45% en el ejercicio fiscal del año 9) en términos sencillos y en el contexto de las operaciones de Lands' Ends.

c) Los costos de franqueo postal de los catálogos constituyen un gran porcentaje de los costos de venta, generales y administrativos de Lands' End. Estos costos han aumentado a ritmo constante como un porcentaje de las ventas (sólo 32.4% en el ejercicio fiscal del año 4). Explique los factores que determinan los costos totales del envío por correo de los catálogos e indique cómo puede Lands' End controlar dichos costos. Con cada sugerencia, señale cómo se afectaría el nivel de ventas.

CASO 8-5
Análisis de datos por línea de negocios

A continuación se presentan datos financieros seleccionados de los ingresos totales y los ingresos divisionales (contribución) de Petersen Corporation:

Línea de negocios	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4
Ingresos				
Productos manufacturados y de ingeniería				
Equipo de ingeniería	$ 30 341	$ 29 807	$ 32 702	$ 43 870
Otro equipo	5 906	5 996	6 824	7 424
Partes, suministros y servicios	29 801	29 878	33 623	44 223
Total de productos manufacturados y de ingeniería	66 048	65 681	73 149	95 517
Servicios de ingeniería y construcción	—	—	12 261	36 758
Total del grupo de sistemas ambientales	66 048	65 681	85 410	132 275
Frye Copysystems	25 597	28 099	31 214	39 270
Sinclair & Valentine	—	53 763	57 288	60 973
A.L. Garber	16 615	15 223	20 445	24 808
Total del grupo de gráficos	42 212	97 085	108 947	125 051
Total de ingresos consolidados	$108 260	$162 766	$194 357	$257 326

(continúa)

CASO 8–5
(conclusión)

Línea de negocios	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4
Ingresos				
Productos manufacturados y de ingeniería	$ 3 785	$ 3 943	$ 9 209	$ 10 762
Servicios de ingeniería y construcción	—	—	1 224	3 189
Operaciones internas	2 265	2 269	2 030	2 323
Total del grupo de sistemas ambientales	6 050	6 212	12 463	16 274
Frye Copysystems	1 459	2 011	2 799	3 597
Sinclair & Valentine	—	3 723	4 628	5 142
A.L. Garber	(295)	926	1 304	1 457
Total del grupo de gráficos	1 164	6 660	8 731	10 196
Total de ingreso divisional	7 214	12 872	21 194	26 47
Gastos no asignados e impuestos	(5 047)	(8 146)	(13 179)	(16 449)
Total de ingreso de operaciones continuas	$ 2 167	$ 4 726	$ 8 015	$10 021

Se requiere:

a) Use estados financieros porcentuales para analizar en cada división: 1) la contribución a los ingresos totales consolidados, 2) la contribución a los ingresos totales divisionales, y 3) la razón entre ingresos divisionales e ingresos totales.

b) Interprete y comente acerca de los datos que se ponen de manifiesto a partir de los cálculos realizados en *a*).

Sears y Wal-Mart

CASO 8-6
Análisis de rentabilidad, rotación y apalancamiento

Wal-Mart y Sears (antes de su fusión con Kmart), dos grandes cadenas de tiendas minoristas en Estados Unidos, ofrecen un estudio interesante de contrastes. Wal-Mart ha crecido a ritmo constante hasta convertirse en la empresa de venta al menudeo más grande del mundo y muy probablemente el caso más exitoso en la historia del comercio al menudeo. Sears, por otro lado, ha tenido un pasado largo y variado. A principios de la década de los noventa, la compañía estuvo a punto de cerrar. Posteriormente se reinventó, se recuperó (aunque con más tropiezos que aquellos que les hubieran gustado a sus inversionistas y acreedores) y, finalmente, se fusionó con Kmart. La siguiente tabla contiene alguna información comparativa de las dos compañías para 1999 (los estados financieros se presentan en las figuras I y II).

Miles de millones de dólares	Capitalización de mercado	Ingresos	Total del activo	Capital	Ingreso neto	Crecimiento de las utilidades*	ROE	Pago de dividendos	Razón P/E	Razón P/B
Sears	$ 11.21	$ 41.07	$36.95	$ 6.84	$1.45	5.5%	22.5%	24%	7.73	1.64
Wal-Mart	$244.02	$166.81	$70.349	$25.83	$5.38	17.5%	22.9%	16%	45.35	9.45

**No se puede calcular a partir de los datos proporcionados*

Las diferencias entre las dos compañías son asombrosas, en especial con respecto a la valoración de mercado. Mientras que los activos de Wal-Mart eran el doble de los de Sears, su capitalización de mercado en aquella época era de más de 20 veces la de Sears. Las razones P/E y P/B arrojan más luz sobre este problema: ¡las razones P/E y P/B de Wal-Mart son casi seis veces más grandes que las de Sears!

Esta valoración diferencial es más sorprendente porque Wal-Mart y Sears aparecían con una rentabilidad similar: en ese año sus cifras de ROE eran comparables: 22.5% y 22.9%, respectivamente. Parte de la valoración superior de mercado de Wal-Mart podría atribuirse a su crecimiento superior: las utilidades de Wal-Mart crecieron a una tasa compuesta de 17.5% anual durante la década de los noventa, en comparación con 5.5% de Sears en un periodo comparable. Sin embargo, es posible que el crecimiento de las utilidades no sea la única razón. Se requiere un análisis más detallado de la rentabilidad de las dos compañías, y es importante analizar cómo cada compañía genera este rendimiento.

Se requiere:

COMPROBACIÓN
2) RNOA de Sears = 8.76%
RNOA de Wal-Mart = 15.02%

1. Reorganice el estado de resultados y el balance general de las dos compañías para 1999 y 1998 siguiendo el arreglo de operación y no de operación que se describe en el texto (por ejemplo, calcule NOA, NFO y SE en el balance general, y calcule NOPAT, NFE y NI en el estado de resultados.)
2. Proporcione un desglose de las cifras de ROE de las dos compañías para 1999, que muestre los apalancamientos financiero y de operación que se describen en el texto y sus efecto (podría usar datos del cierre del balance general para el cálculo de las razones de rendimiento). ¿Qué le indica este análisis respecto al riesgo inherente de las dos compañías?
3. Analice las razones del margen de utilidad y de la rotación de activos de Sears y Wal-Mart usando información de las partidas de cada renglón de los estados financieros.
4. Las de bajo rendimiento de los activos de Sears y su elevado apalancamiento podrían atribuirse en parte a sus operaciones con tarjeta de crédito; en efecto, Sears es en parte una institución financiera. En la figura III se presenta información financiera seleccionada sobre las operaciones de tarjeta de crédito y otras líneas de negocios de Sears que se obtuvo de la información sobre sus segmentos en las notas a los estados financieros. Usando esta información, analice los rendimientos relativos de los negocios de comercio al menudeo y financiamiento de Sears y su efecto en el perfil total de riesgo-rendimiento de la compañía.
5. Resuma sus conclusiones en cuanto a la diferencia entre la capitalización de mercado de Sears y la de Wal-Mart usando el análisis realizado en las partes 1 a 4.

Estados financieros de Sears *Figura I*

ESTADO CONSOLIDADO DE RESULTADOS DE SEARS

(Millones de dólares)	1999	1998
Ingresos		
Ventas de mercancías y servicios	$36 728	$36 957
Ingresos por crédito	4 343	4 618
Total de los ingresos	41 071	41 575
Costos y gastos		
Costo de venta, compra y ocupación	27 212	27 444
Gastos de venta y administrativos	8 418	8 384
Provisión para cuentas incobrables	871	1 287
Depreciación y amortización	848	830
Intereses	1 268	1 423
Costos de reestructuración y afectación	41	352
Total de costos y gastos	38 658	39 720
Ingreso de operación	**2 413**	**1 855**
Otros ingresos, neto	6	28
Ingreso antes de impuesto sobre la renta, participaciones minoritarias y pérdida extraordinaria	**2 419**	**1 883**
Impuesto sobre la renta	904	766
Participaciones minoritarias	62	45
Ingreso antes de pérdida extraordinaria	**1 453**	**1 072**
Pérdida extraordinaria por la cancelación anticipada de deuda, neto después de deducir impuestos		24
Ingreso neto	**$ 1 453**	**$ 1 048**

BALANCE GENERAL CONSOLIDADO DE SEARS

(Millones de dólares)	1999	1998
Activos		
Activo circulante		
Efectivo y equivalentes de efectivo	$ 729	$ 495
Intereses retenidos en cuentas por cobrar transferidas con tarjeta de crédito	3 144	4 294
Cuentas por cobrar con tarjeta de crédito	18 793	18 946
Menos reserva para cuentas incobrables	760	974
Cuentas por cobrar con tarjeta de crédito netas	18 033	17 972
Otras cuentas por cobrar	404	397
Inventarios de mercancías	5 069	4 816
Gastos prepagados y cargos diferidos	579	506
Pago diferido del impuesto sobre la renta	709	791
Total del activo circulante	28 667	29 271
Inmuebles y equipo		
Terrenos	370	395
Edificios y mejoras	5 837	5 530
Mobiliario accesorios y equipo	5 209	4 871
Arrendamientos capitalizados	496	530
Inmuebles y equipo bruto	11 912	11 326
Menos depreciación acumulada	5 462	4 946
Total de inmuebles y equipo neto	6 450	6 380
Impuesto sobre la renta diferido	367	572
Otros activos	1 470	1 452
Total del activo	**$36 954**	**$37 675**
Pasivo		
Pasivo circulante		
Préstamos a corto plazo	$ 2 989	$ 4 624
Parte a corto plazo de la deuda a largo plazo y obligaciones de arrendamientos capitalizados	2 165	1 414
Cuentas por pagar y otros pasivos	6 992	6 732
Ingresos no devengados	971	928
Otros impuestos	584	524
Total del pasivo circulante	13 701	14 222
Deuda a largo plazo y obligaciones de arrendamientos capitalizados	12 884	13 631
Prestaciones postjubilación	2 180	2 346
Participación minoritaria y otros pasivos	1 350	1 410
Total del pasivo	30 115	31 609
Capital de los accionistas		
Acciones comunes (valor a la par 0.75 dls. por acción 1 000 acciones autorizadas 369.1 y 383.5 acciones en circulación)	323	323
Capital por encima del valor a la par	3 554	3 583
Utilidades retenidas	5 952	4 848
Acciones en tesorería al costo	(2 569)	(2 089)
Gasto diferido de ESOP	(134)	(175)
Otros ingresos acumulados	(287)	(424)
Total del capital de los accionistas	6 839	6 066
Total del pasivo y capital de los accionistas	**$36 954**	**$37 675**

Figura II *Estados financieros de Wal-Mart*

ESTADO DE RESULTADOS DE WAL-MART

(Millones de dólares)	1999	1998
Ingresos		
Ventas netas	$165 013	$137 634
Otros ingresos neto	1 796	1 574
	166 809	139 208
Costos y gastos		
Costo de las ventas	129 664	108 725
Gastos de operación venta generales y administrativos	27 040	22 363
Costos por intereses		
Deuda	756	529
Arrendamientos de capital	266	268
	157 726	131 885
Ingreso antes de impuesto sobre la renta, participaciones minoritarias, capital en subsidiarias no consolidadas y efecto acumulativo del cambio contable	9 083	7 323
Provisión para impuesto sobre la renta		
Actual	3 476	3 380
Diferido	(138)	(640)
	3 338	2 740
Ingreso antes de participaciones minoritarias, capital en subsidiarias no consolidadas, y efecto acumulativo del cambio contable	5 745	4 583
Participaciones minoritarias y capital en subsidiarias no consolidadas	(170)	(153)
Ingreso antes del efecto acumulativo del cambio contable	5 575	4 430
Efecto acumulativo del cambio contable neto después de deducir el beneficio fiscal de 119 dólares	(198)	
Ingreso neto	$ 5 377	$4 430

BALANCE GENERAL CONSOLIDADO DE WAL-MART

(Millones de dólares)	1999	1998
Activos		
Activo circulante		
Efectivo y equivalentes de efectivo	$ 1 856	$ 1 879
Cuentas por cobrar	1 341	1 118
Inventarios		
Al costo de sustitución	20 171	17 549
Menos reserva LIFO	378	473
Inventarios al costo LIFO	19 793	17 076
Gastos prepagados y otros	1 366	1 059
	24 356	21 132
Total del activo circulante		
Inmuebles, planta y equipo al costo		
Terrenos	8 785	5 219
Edificios y mejoras	21 169	16 061
Accesorios y equipo	10 362	9 296
Equipo de transporte	747	553
	41 063	31 129
Menos depreciación acumulada	8 224	7 455
Inmuebles, planta y equipo, neto	32 839	23 674
Inmuebles en arrendamiento de capital		
Inmuebles en arrendamiento de capital	4 285	3 335
Menos amortización acumulada	1 155	1 036
Inmuebles en arrendamientos de capital neto	3 130	2 299
Otros activos y cargos diferidos		
Crédito mercantil y otros activos intangibles adquiridos neto	9 392	2 538
Otros activos y cargos diferidos	632	353
Total del activo	**$70 349**	**$49 996**
Pasivo y capital de los accionistas		
Pasivo circulante		
Papel comercial	$ 3 323	$ —
Cuentas por pagar	13 105	10 257
Pasivos acumulados	6 161	4 998
Impuesto sobre la renta acumulado	1 129	501
Deuda a largo plazo que debe pagarse en menos de un año	1 964	900
Obligaciones bajo arrendamientos de capital que deben pagarse en menos de un año	121	106
Total del pasivo circulante	25 803	16 762
Deuda a largo plazo	13 672	6 908
Obligaciones a largo plazo bajo arrendamientos de capital	3 002	2 699
Impuesto sobre la renta diferido y otros	759	716
Participación minoritaria	1 279	1 799
Capital de los accionistas		
Acciones preferentes (valor a la par .10 dls.; 100 acciones autorizadas, ninguna emitida)		
Acciones comunes (valor a la par .10 dls. por acción 5 500 acciones autorizadas, 4 457 y 4 448 emitidas y en circulación en 2000 y 1999, respectivamente)	446	445
Capital por encima del valor a la par	714	435
Utilidades retenidas	25 129	20 741
Otros ingresos acumulados	(455)	(509)
Total del capital de los accionistas	25 834	21 112
Total del pasivo y capital de los accionistas	**$70 349**	**$49 996**

Información seleccionada por segmentos – Sears

Figura III

	1999			1998		
(Millones de dólares)	**Crédito**	**Otros**	**Total**	**Crédito**	**Otros**	**Total**
Ingresos	$ 4 085	$36 986	$41 071	$ 4 369	$37 206	$41 575
Depreciación	14	792	848	13	784	830
Ingresos por intereses	0	59	59	0	59	59
Gasto por intereses	1 116	211	1 327	1 244	238	1 482
Ingreso de operación	1 347	1 388	2 413	1 144	922	1 855
Total del activo	$20 622	$14 541	$36 954	$21 605	$25 364	$37 675

Nota: Las columnas Otros y Crédito podrían no cuadrar con el Total debido a los gastos corporativos.

CAPÍTULO UNO

9

ANÁLISIS PROSPECTIVO

RETROSPECTIVA

En el capítulo anterior se trató el tema del análisis de los rendimientos de la empresa: tanto la rentabilidad como el rendimiento del capital invertido. Se hizo hincapié en las mediciones de la tasa de rendimiento, la desagregación de los rendimientos y el análisis contable de los componentes del ingreso. Dicho capítulo basado en los rendimientos complementa los capítulos posteriores que se centran en el riesgo, incluidas la liquidez y la solvencia.

EN ESTE CAPÍTULO

En este capítulo se estudian el pronóstico y el análisis pro forma de los estados financieros. Se presenta un ejemplo detallado del proceso de pronósticos para proyectar el estado de resultados, el balance general y el estado de flujos de efectivo. Se describe la importancia del pronóstico para la valoración de los títulos y se presenta un ejemplo en el que se usan estados financieros proyectados para poner en práctica un modelo de valoración. Se explica el concepto de impulsores del valor y su reversión a niveles de equilibrio a largo plazo.

MÁS ADELANTE

En el capítulo 10 analizan la estructura del capital, y la liquidez a corto plazo y la solvencia a largo plazo de una compañía. Se explica la liquidez y se describen herramientas de análisis, como las razones basadas en la contabilidad, la rotación y las mediciones de liquidez basadas en actividades de operación. También se analiza la estructura del capital y se interpretan sus implicaciones en el desempeño y la solvencia de la empresa.

OBJETIVOS DEL ANÁLISIS

- Describir la importancia del análisis prospectivo.
- Explicar el proceso de proyección del estado de resultados, del balance general y del estado de flujos de efectivo.
- Analizar e ilustrar la importancia del análisis de sensibilidad.
- Describir la puesta en práctica del proceso de proyección para la valoración de las acciones de capital social.
- Analizar el concepto de impulsores del valor y su reversión a niveles de equilibrio a largo plazo.

El análisis fundamental está de regreso

Nueva York. Durante años, dos grandes ejércitos de inversionistas han librado batalla en Wall Street. Por un lado están los inversionistas en crecimiento (valor), dispuestos a pagar caro por las compañías que en su opinión pueden generar grandes utilidades en los años venideros. Del otro lado están los inversionistas en valor. Sólo compran títulos de compañías que tienen activos reales y utilidades sólidas aquí y ahora, y a precios de remate. Hasta el momento, la inversión en valor es más un marco de trabajo que un conjunto de reglas codificadas. Se basa más en los pronósticos, a pesar de que Benjamin Graham y David Dodd, que sentaron los principios de la inversión en valor, no les gustaban mucho los pronósticos.

Business Week (2004) informa que "cuando se estudian los índices Russell 1000 de valor y Russell 1000 de crecimiento, que ya tienen 25 años de antigüedad, el valor supera al crecimiento en tres puntos porcentuales al año, en promedio. Los economistas... usando sus propios índices, señalan que el valor ha superado al crecimiento en 2.6% en promedio al año por mas de 75 años". Ya sea que se emplee el criterio de valor o el de crecimiento, es más importante poner atención en los fundamentos de las operaciones de una empresa que establecer criterios de inversión basados exclusivamente en razones como la de precio a utilidades, o la de PE al crecimiento de las ventas.

...prestar atención a los fundamentos de las operaciones de una empresa...

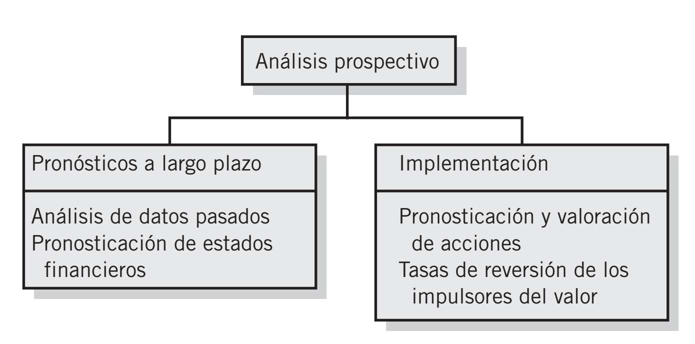
Las descripciones de los estilos de inversión de los inversionistas en valor son también variadas. No obstante, si se presta atención, la esencia es la misma: la evaluación de los fundamentos. En los términos más generales, los inversionistas en valor buscan empresas cuyos títulos se compren y vendan a menos de su valor real con la esperanza de que el valor sea reconocido finalmente por otros actores del mercado y se refleje en precios más altos de las acciones.

Para identificar este valor latente, es necesario que los inversionistas examinen las perspectivas fundamentales de las empresas. "Lo que se necesita es una empresa donde algo va a cambiar, ya sea externamente, como un cambio fundamental en la industria en la que se desenvuelve, o internamente, como un cambio de administración", asegura el gerente de cartera del Oppenheimer Value Fund.

El análisis prospectivo es un componente central de la inversión en valores. Se sustenta en una comprensión cabal de los fundamentos de la empresa y el entorno económico de ésta. A partir de estos cimientos, se elaboran pronósticos del desempeño futuro que constituyen la base de la valoración del precio de las acciones. Sea cual fuere la filosofía de inversión que se siga, el mensaje es claro: comprender el modelo de negocios y el plan estratégico de la empresa de donde la están tomando.

PRESENTACIÓN PRELIMINAR DEL CAPÍTULO 9

El análisis prospectivo es el último paso del proceso de análisis de los estados financieros. Sólo puede llevarse a cabo después de que los estados financieros históricos se han ajustado como corresponde para que reflejen con precisión el desempeño económico de la compañía. Como se explicó en capítulos anteriores, estos ajustes podrían incluir, por ejemplo, eliminar las partidas transitorias en el estado de resultados o reasignarlas a años pasados o futuros, por la gerencia, capitalizar los arrendamientos de capital, las inversiones del método de participación y otras formas de financiamiento que no se registran en el balance general, etcétera. El análisis prospectivo incluye la pronosticación del balance general, el estado de resultados y el estado de flujos de efectivo.



El análisis prospectivo es crucial para la valoración de los títulos. Tanto el modelo de flujos libres de efectivo como el modelo de valuación del ingreso residual descritos en el capítulo 1 requieren estimaciones de los estados financieros futuros. El modelo del ingreso residual, por ejemplo, requiere proyecciones de las utilidades netas futuras y de los valores en libros del capital en acciones para calcular el precio actual de las acciones. El análisis prospectivo también es útil para examinar la viabilidad de los planes estratégicos de las empresas. Para ello, se analiza si una compañía podrá generar suficientes flujos de efectivo a partir de las operaciones para financiar el crecimiento esperado, o si tendrá que buscar deuda o financiamiento de capital en el futuro. También es interesante analizar si los planes estratégicos actuales redundarán en los beneficios pronosticados por la administración de la empresa. Por último, el análisis prospectivo es útil para los acreedores a fin de que evalúen la capacidad de una empresa de cumplir sus obligaciones de la deuda.

La exposición de la mecánica de proyección se centra en los pronósticos de los estados financieros de Target Corporation. En la siguiente sección se proporciona una explicación detallada del proceso de pronosticación.

EL PROCESO DE PROYECCIÓN

La exposición se inicia con un ejemplo exhaustivo del proceso de proyección, usando los estados financieros de Target Corporation.

Proyección de estados financieros

El proceso de proyección se inicia con el estado de resultados, seguido del balance general y el estado de flujos de efectivo.

Estado de resultados proyectado

Los estados de resultados de Target, de 2003 a 2005, se presentan en la figura 9.1 junto con algunas razones seleccionadas. El proceso de proyección se inicia con un crecimiento esperado en las ventas. En este ejemplo se usan tendencias históricas para pronosticar los niveles futuros. Un análisis más detallado incorporaría información externa como la siguiente:

- **Nivel esperado de actividad macroeconómica.** Puesto que las compras de los clientes de Target son afectadas por los ingresos personales disponibles, el análisis podría incorporar estimaciones relacionadas con el crecimiento general de la economía y el crecimiento esperado de las ventas al menudeo en particular. Por ejemplo, si la economía se encuentra en un repunte cíclico, podría proyectarse con relativa certeza que habrá un aumento mayor en las ventas que en el pasado reciente.
- **El panorama de la competencia.** ¿Ha aumentado el número de competidores? ¿Los rivales más débiles han dejado de operar? Los cambios en el panorama competitivo influyen tanto en las proyecciones de las ventas unitarias como en la capacidad de Target de elevar los precios. Ambos factores afectan el crecimiento de los ingresos.
- **Mezcla de tiendas nuevas y viejas.** Típicamente, las tiendas nuevas experimentan aumentos de las ventas considerablemente mayores en comparación con las tiendas viejas porque tal vez explotan mercados mal atendidos, u ofrecen una mezcla de productos más actualizada que los competidores existentes. En contraste, las tiendas con mayor antigüedad de manera característica crecen a la tasa global de crecimiento de la economía local. Por tanto, el análisis debe tomar en consideración los planes de expansión anunciados por la gerencia.

Se parte del supuesto de que las ventas crecieron a 11.455% en 2006, el mismo índice de crecimiento que en 2005. Una vez finalizada la proyección, el análisis de sensibilidad examinará las implicaciones de los índices altos y bajos de los pronósticos obtenidos.

Estado de resultados de Target Corporation ***Figura 9.1***

(en millones de dólares)	2005	2004	2003
Ventas	$46 839	$42 025	$37 410
Costo de los bienes vendidos	31 445	28 389	25 498
Utilidad bruta	15 394	13 636	11 912
Gastos de venta, generales y administrativos	10 534	9 379	8 134
Gasto de depreciación y amortización	1 259	1 098	967
Gasto por intereses	570	556	584
Ingreso antes de impuestos	3 031	2 603	2 227
Gasto del impuesto sobre la renta	1 146	984	851
Utilidad (pérdida) de partidas extraordinarias y operaciones discontinuadas	1 313	190	247
Ingreso neto	$ 3 198	$ 1 809	$ 1 623
Acciones en circulación	891	912	910
Razones seleccionadas (en porcentajes)			
Crecimiento de las ventas	11.455%	12.336%	
Margen de utilidad bruta	32.866	32.447	
Gastos de venta, generales y administrativos/Ventas	22.490	22.318	
Gasto de depreciación/PP&E bruto, año anterior	6.333	5.245	
Gasto por intereses/Deuda a largo plazo, año anterior	5.173	4.982	
Gasto de impuestos sobre la renta/Ingreso antes de impuestos	37.809	37.803	

El margen de utilidad bruta de Target ha aumentado ligeramente a 32.866% de las ventas. Para los propósitos del análisis, se supone 32.866%, el margen de utilidad bruta más reciente. En la práctica, la estimación del margen de utilidad bruta será afectada, en parte, por la solidez de la economía y el nivel de competencia en los mercados de Target. Por ejemplo, en un entorno cada vez más competitivo, sería conveniente examinar la capacidad de la compañía de incrementar el margen de utilidad bruta, ya que será difícil que los precios de venta aumenten. Los gastos de venta, generales y administrativos (SG&A, siglas de Selling, general, and administrative expenses) también han permanecido constantes en aproximadamente 22% de las ventas. La proyección de los gastos SG&A es de 22.49% de las ventas, la experiencia más reciente. En la práctica, se examinarían cada una de las partidas de gastos y se calcularían por separado, a la vez que se incorpora la información adquirida a partir de la sección de MD&A (siglas de Management's discussion and analysis: discusión y análisis de la gerencia) de los estados financieros o de fuentes externas. En el caso de una empresa de venta al menudeo como Target, las tendencias en los salarios, los costos de ocupación y los gastos de publicidad exigen un escrutinio mayor.

El gasto de depreciación es una partida considerable y debe proyectarse por separado. Es un gasto fijo y una función de la cantidad de activos susceptibles de depreciarse. En los últimos años, Target ha registrado gastos de depreciación de aproximadamente 6% del saldo de principios de año del renglón de inmuebles, planta y equipo (PP&E) bruto. La proyección en este ejemplo supone 6.333% del renglón de inmuebles, planta y equipo correspondiente a 2005, la experiencia más reciente.

De manera semejante, la razón histórica de gasto por intereses se calcula en relación con la deuda que causa intereses a principios de año. Esta razón se ha incrementado ligeramente en los últimos dos años, de 4.982% a 5.173%. La proyección en este ejemplo supone 5.173% del saldo a principios de año de la deuda que causa intereses. En la práctica, las estimaciones incorporarán proyecciones de los niveles futuros de las tasas de interés a largo plazo. Por último, el gasto por impuestos expresado como un porcentaje de las utilidades antes de impuestos ha sido constante en el nivel más reciente de 37.809%, cifra que se utiliza en la proyección.

Figura 9.2 ***Estado de resultados proyectado de Target Corporation***

(en millones de dólares)	Paso de pronosticación	Estimación 2006
Estado de resultados		
Ingresos totales	1	$52 204
Costo de los bienes vendidos	3	35 047
Utilidad bruta	2	17 157
Gastos de venta generales y administrativos	4	11 741
Gasto de depreciación y amortización	5	1 410
Gasto por intereses	6	493
Ingreso antes de impuestos	7	3 513
Gasto del impuesto sobre la renta	8	1 328
Utilidad (pérdida) de partidas extraordinarias y operaciones discontinuadas	9	0
Ingreso neto	10	$ 2 185
Acciones en circulación		891
Supuestos de pronosticación (en porcentajes)		
Crecimiento de las ventas		11.455%
Margen de utilidad bruta		32.866
Gastos de venta, generales y administrativos/Ventas		22.490
Gasto de depreciación/PP&E bruto, año anterior		6.333
Gasto por intereses/Deuda a largo plazo, año anterior		5.173
Gasto de impuestos sobre la renta/Ingreso antes de impuestos		37.809

Dados estos supuestos, el estado de resultados proyectado de Target para 2006 se presenta en la figura 9.2. Los siguientes son los pasos que se siguieron en la proyección de este estado:

1. Ventas: 52 204 dls. = 46 839 dls. × 1.11455.
2. Utilidad bruta: 17 157 dls. = 52 204 dls. × 32.866%.
3. Costo de los bienes vendidos: 35 047 dls. = 52 204 dls. − 17 157 dls.
4. Gastos de venta, generales y administrativos: 11 741 dls. = 52 204 dls. × 22.49%.
5. Depreciación y amortización: 1 410 dls. =
   22 272 dls. (PP&E bruto a principios del periodo) × 6.333%.
6. Intereses: 493 dls. = 9 538 dls. (deuda que causa intereses a principios del periodo) × 5.173%.
7. Ingresos antes de impuestos: 3 513 dls. = 17 157 dls. − 11 741 dls. − 1 410 dls. − 493 dls.
8. Impuestos pagados: 1 328 dls. = 3 513 dls. × 37.809%.
9. Partidas extraordinarias y discontinuadas: ninguna.
10. Ingreso neto: 2 185 dls. = 3 513 dls. − 1 328 dls.

Balance general proyectado

Los balances generales de Target de 2003 a 2005 se presentan en la figura 9.3 junto con razones seleccionadas. El pronóstico del balance general para 2006 abarca los siguientes pasos:

1. Proyectar el activo circulante, excepto efectivo, usando las ventas proyectadas o el costo de ventas proyectados y las razones de rotación correspondientes, según se describe a continuación.
2. Proyectar los aumentos en PP&E, derivando la estimación de los gastos de capital a partir de tendencias históricas o información obtenida en la sección de MD&A del informe anual.

Balance general de Target Corporation

Figura 9.3

(en millones)	2005	2004	2003
Efectivo	$ 2 245	$ 708	$ 758
Cuentas por cobrar	5 069	4 621	5 565
Inventarios	5 384	4 531	4 760
Otros activos circulantes	1 224	3 092	852
Total del activo circulante	13 922	12 952	11 935
Inmuebles, planta y equipo (PP&E)	22 272	19 880	20 936
Depreciación acumulada	5 412	4 727	5 629
Inmuebles, planta y equipo, neto	16 860	15 153	15 307
Otros activos	1 511	3 311	1 361
Total del activo	$32 293	$31 416	$28 603
Cuentas por pagar	$ 5 779	$ 4 956	$ 4 684
Vencimientos a corto plazo de la deuda a largo plazo	504	863	975
Gastos acumulados	1 633	1 288	1 545
Impuesto sobre la renta y otros	304	1 207	319
Total del pasivo circulante	8 220	8 314	7 523
Pago diferido del impuesto sobre la renta y otras obligaciones	2 010	1 815	1 451
Deuda a largo plazo	9 034	10 155	10 186
Total del pasivo	19 264	20 284	19 160
Acciones comunes	74	76	76
Capital pagado adicional	1 810	1 530	1 256
Utilidades retenidas	11 145	9 526	8 111
Capital de los accionistas	13 029	11 132	9 443
Total del pasivo y capital contable	$32 293	$31 416	$28 603
Razones seleccionadas			
Índice de rotación de cuentas por cobrar	9.240	9.094	6.722
Índice de rotación de inventarios	5.840	6.266	5.357
Índice de rotación de cuentas por pagar	5.441	5.728	5.444
Índice de rotación de gastos acumulados	28.683	32.628	24.214
Impuestos por pagar/Gasto de impuestos	26.527%	122.663%	37.485%
Dividendos por acción	$ 0.310	$ 0.260	$ 0.240
Gastos de capital (CAPEX), en millones de dólares	3 012	2 671	3 189
CAPEX/Ventas	6.431%	6.356%	8.524%

3. Proyectar el pasivo circulante, excepto deuda, usando las ventas o el costo de ventas proyectado y las razones de rotación correspondientes, según se describe a continuación.
4. Obtener los vencimientos a corto plazo de la deuda a largo plazo a partir de la nota al pie sobre la deuda a largo plazo.
5. Asumir que otros tipos de endeudamiento a corto plazo no se han modificado desde el saldo del año anterior, a menos que hayan mostrado tendencias perceptibles.
6. Asumir que el saldo inicial de la deuda a largo plazo es igual a la deuda a largo plazo del periodo anterior menos los vencimientos a corto plazo tomados del número 4 anterior.
7. Asumir que otras obligaciones a largo plazo son iguales al saldo del año anterior, a menos que hayan mostrado tendencias perceptibles.

8. Asumir que la estimación inicial del capital en acciones comunes es igual al saldo del año anterior.
9. Asumir que las utilidades retenidas son iguales al saldo del año anterior más (menos) la utilidad (pérdida) neta y menos los dividendos esperados.
10. Suponer que las demás cuentas de capital son iguales al saldo del año anterior, a menos que hayan mostrado tendencias perceptibles.

La suma de los pasos 3 a 10 produce el total del pasivo y el capital. El total del activo es, pues, igual a esta cantidad y la cifra de efectivo resultante se calcula como el total del activo menos 1 y 2. En este momento, el efectivo en caja será demasiado alto o demasiado bajo. La deuda a largo plazo y las acciones comunes se ajustan con base en las emisiones (recompras) como corresponda para producir el nivel deseado de efectivo y mantener el apalancamiento financiero histórico. Estos ajustes indican el grado de financiamiento requerido para sustentar el crecimiento de la compañía.

Para iniciar, la proyección de inventarios, PP&E, cuentas por cobrar y gastos acumulados utiliza las proyecciones de las ventas y del costo de los bienes vendidos junto con los índices de rotación de estas cuentas. Por ejemplo, el índice de rotación de las cuentas por cobrar con base en las cuentas por cobrar finales es:

$$\text{Índice de rotación de cuentas por cobrar} = \frac{\text{Ventas}}{\text{Saldo de cuentas por cobrar}}$$

A continuación, las cuentas por cobrar proyectadas se calculan así:

$$\text{Cuentas por cobrar proyectadas} = \frac{\text{Ventas proyectadas}}{\text{Índice de rotación de cuentas por cobrar}}$$

La proyección de las cuentas por cobrar supone el índice de rotación más reciente de 9.24.

Asimismo, se usa el índice de rotación de inventarios más reciente (con base en los inventarios finales) de 5.84, junto con el costo de ventas para proyectar los inventarios. Un nivel más detallado de análisis podría examinar la capacidad de Target de vender las cuentas por cobrar a entidades para propósitos especiales. En cuanto a los inventarios, sería posible examinar los índices de rotación de los inventarios en tiendas nuevas y viejas, así como el crecimiento previsto de las tiendas nuevas. Podría proyectarse que los inventarios existentes crecerán al nivel del crecimiento previsto de las ventas. Los inventarios adicionales requeridos para las tiendas nuevas se sumarían a esta cantidad.

El renglón de inmuebles, planta y equipo se calcula como el saldo bruto de PP&E del año anterior más los gastos históricos de capital, expresados como un porcentaje de las ventas. Los gastos históricos de capital se obtienen del estado de flujos de efectivo. En los últimos tres años, los gastos de capital como un porcentaje de las ventas han permanecido estables en aproximadamente 6.4% de las ventas. Se usa 6.43% para estimar los gastos de capital en 2006. Una vez finalizada la proyección, este porcentaje puede ajustarse posteriormente para examinar las implicaciones financieras de los niveles más altos (más bajos) de gastos de capital.

Las estimaciones de las cuentas por pagar se basan en la rotación histórica de las cuentas por pagar y en el costo de ventas. Se usa la razón de rotación más reciente (basada en las cuentas por pagar finales) de 5.441 para estimar las cuentas por pagar en 2006. Asimismo, los gastos acumulados, como un porcentaje de las ventas, se estiman con el índice más reciente de rotación de acumulación de 28.683. Por último, los impuestos por pagar se estiman con base en la relación histórica de las cuentas por pagar y el gasto por impuestos y se usa el nivel más reciente de 26.527% para proyectar los impuestos pagaderos en 2006.

En las notas al pie se presenta una tabla de los vencimientos a corto plazo de la deuda a largo plazo. Se usa la cantidad correspondiente a 2006 consignada en la tabla. Así, la deuda de largo plazo se estima inicialmente como el saldo anterior de la deuda de largo plazo menos el estimado de los vencimientos a corto plazo. Este nivel de deuda se ajustará para lograr el saldo deseado de efectivo y apalancamiento financiero una vez que se haya elaborado el balance general inicial. De igual modo, se supone que las acciones comunes y en tesorería son iguales a los saldos del año anterior.

Balance general proyectado de Target Corporation ***Figura 9.4***

(en millones)	Paso de pronosticación	Estimación 2006	2005
Efectivo	17	$ 1 402	$ 2 245
Cuentas por cobrar	1	5 650	5 069
Inventarios	2	6 001	5 384
Otros activos circulantes	3	1 224	1 224
Total del activo circulante		14 277	13 922
Inmuebles, planta y equipo	4	25 629	22 272
Depreciación acumulada	5	6 822	5 412
Inmuebles, planta y equipo, neto	6	18 807	16 860
Otros activos	7	1 511	1 511
Total del activo		$34 595	$32 293
Cuentas por pagar	8	$ 6 441	$ 5 779
Vencimientos a corto plazo de la deuda a largo plazo	9	751	504
Gastos acumulados	10	1 820	1 633
Impuesto sobre la renta y otros	11	352	304
Total del pasivo circulante		9 364	8 220
Pago diferido del impuesto sobre la renta y otras obligaciones	12	2 010	2 010
Deuda a largo plazo	13	8 283	9 034
Total del pasivo		19 657	19 264
Acciones comunes	14	74	74
Capital pagado adicional	15	1 810	1 810
Utilidades retenidas	16	13 054	11 145
Capital de los accionistas		14 938	13 029
Total del pasivo y capital contable		$34 595	$32 293
Razones seleccionadas			
Índice de rotación de cuentas por cobrar		9.240	9.240
Índice de rotación de inventarios		5.840	5.840
Índice de rotación de cuentas por pagar		5.441	5.441
Índice de rotación de gastos acumulados		28.683	28.683
Impuestos por pagar/Gasto de impuestos		26.527%	26.527%
Dividendos por acción		$ 0.310	$ 0.310
Gastos de capital (CAPEX), en millones de dólares		3 357	3 012
CAPEX/Ventas		6.431%	6.431%

Dados tales supuestos, el balance general proyectado de Target para 2006 se presenta en la figura 9.4. Los siguientes son los pasos que se siguieron en la proyección de este estado (fuentes de datos entre paréntesis):

1. Cuentas por cobrar: 5 650 dls. = 52 204 dls. (ventas)/9.24 (rotación de cuentas por cobrar).
2. Inventarios: 6 001 dls. = 35 047 dls. (costo de los bienes vendidos)/5.84 (rotación de inventarios).
3. Otros activos circulantes: sin cambio.
4. Inmuebles, planta y equipo: 25 629 dls. = 22 272 dls. (saldo del año anterior) + 3 357 dls. (estimación de los gastos de capital: ventas estimadas de 52 204 dls. × 6.431% de gastos de capital/porcentaje de ventas).

5. Depreciación acumulada: 6 822 dls. = 5 412 dls. (saldo anterior) + 1 410 dls. (estimación de la depreciación).
6. Inmuebles, planta y equipo, neto: 18 807 dls. = 25 629 dls. − 6 822 dls.
7. Otros activos a largo plazo: sin cambio.
8. Cuentas por pagar: 6 441 dls. = 35 047 dls. (costo de los bienes vendidos)/5.441 (rotación de cuentas por pagar).
9. Parte a corto plazo de la deuda a largo plazo: cantidad registrada en la nota al pie sobre la deuda a largo plazo como vencimiento a corto plazo durante 2006.
10. Gastos acumulados: 1 820 dls. = 52 204 dls. (ventas)/28.683 (rotación de gastos acumulados).
11. Impuestos por pagar: 352 dls. = 1 328 dls. (gasto por impuestos) × 26.527% (impuestos por pagar/gasto por impuestos).
12. Impuestos diferidos y otros pasivos: sin cambio.
13. Deuda a largo plazo: 8 283 dls. = 9 034 dls. (deuda a largo plazo del año anterior) − 751 dls. (vencimientos a corto plazo programados del paso 9).
14. Acciones comunes: sin cambio.
15. Capital pagado adicional: sin cambio.
16. Utilidades retenidas: 13 054 dls. = 11 145 dls. (utilidades retenidas del año anterior) + 2 185 dls. (ingreso neto proyectado) − 276 dls. (dividendos estimados de 0.31 dls. por acción × 891 millones de acciones).
17. Efectivo: cantidad necesaria para cuadrar el total del pasivo y capital menos los pasos 1 a 7.

La estimación inicial del balance general arroja un saldo en efectivo de 1 402 millones de dólares. Esto representa 4.1% del total del activo proyectado. Aunque es inferior al porcentaje de 7% en 2005 del total del activo, este saldo de efectivo concuerda con los anteriores porcentajes, en el intervalo de 2 a 3%. Si el saldo estimado de efectivo es mucho mayor o menor, pueden realizarse otros ajustes en: 1) invertir el sobrante de efectivo en títulos negociables (será necesario ajustar el ingreso proyectado por el ingreso adicional proveniente de inversiones y no de la operación), o 2) reducir la deuda a largo plazo o el capital de manera proporcional para mantener el grado de apalancamiento financiero semejante al de años anteriores. Si el nivel de efectivo es demasiado bajo, puede aumentarse la deuda a largo plazo, el capital en acciones comunes, o ambos, según sea necesario, para mantener constante el nivel de apalancamiento financiero. La proyección indica que Target podrá financiar su crecimiento con los fondos disponibles y el efectivo generado internamente.

Estado de flujos de efectivo proyectado

El estado de flujos de efectivo proyectado se calcula a partir del estado de resultados y el balance general proyectados, como se explica en el capítulo 7 y se presenta en la figura 9.5. Los flujos netos de efectivo proyectados de las operaciones por 3 295 millones de dólares financian en parte los gastos de capital por 3 357 millones de dólares, las reducciones en la deuda a largo plazo por un monto de 504 millones de dólares y los dividendos por 276 millones de dólares. El déficit resultante origina una reducción de 843 millones de dólares en efectivo.

Análisis de sensibilidad

Los estados financieros proyectados se basan sobre todo en las relaciones esperadas entre las cuentas del estado de resultados y las del balance general. En este ejemplo, se emplean las razones más recientes ya que las operaciones de Target son bastante estables y no se prevén cambios importantes en la estrategia de operación.

Sin embargo, a menudo resulta útil variar tales supuestos para analizar el efecto que producen en las necesidades de financiamiento, el rendimiento de los activos y el capital, etcétera. Por ejemplo, si se suponen aumentos en los gastos de capital a 7.5% de las ventas, los gastos de capital aumentarán a 3 900 millones de dólares y el saldo de efectivo disminuirá a 845 millones de dólares, 2.4% del total del activo y por debajo del nivel de años anteriores. En ese caso, se requerirá financiamiento externo, ya sea en la forma de deuda o de capital. También resultarían aumentos

Estado de flujos de efectivo proyectado de Target Corporation ***Figura 9.5***

(en millones de dólares)	Estimación 2006
Ingreso neto	$2 185
Partidas para ajustar el ingreso a los flujos de efectivo	
Depreciación y amortización	1 410
Cuentas por cobrar	(581)
Inventarios	(617)
Cuentas por pagar	662
Gastos acumulados	187
Impuesto sobre la renta y otros	48
Flujo de efectivo neto de las operaciones	3 294
Gastos de capital	(3 357)
Flujo de efectivo neto de las actividades de inversión	(3 357)
Deuda a largo plazo	(504)
Dividendos	(276)
Flujo de efectivo neto de las actividades de financiamiento	(780)
Cambio neto en el efectivo	$ (843)
Efectivo inicial	2 245
Efectivo final	$1 402

semejantes en las necesidades de financiamiento a partir de una disminución en la rotación de las cuentas por cobrar o de los inventarios. Los analistas suelen preparar varias proyecciones para examinar el panorama en el mejor (peor) de los casos, además del caso más probable. Este análisis de sensibilidad resalta los supuestos que producen el mayor efecto en los resultados financieros y, en consecuencia, ayuda a identificar las áreas que requieren mayor escrutinio.

Aplicaciones del análisis prospectivo en el modelo de valuación del ingreso residual

Como se mencionó al principio de este capítulo, el análisis prospectivo es medular para el análisis de los títulos. Por ejemplo, el modelo de valuación del ingreso residual define el valor del capital en el tiempo t como la suma del valor actual en libros y el valor presente de todos los ingresos residuales esperados en el futuro:

$$Vt = BVt + \frac{E(RI_{t+1})}{(1+k)^1} + \frac{E(RI_{t+2})}{(1+k)^2} + \frac{E(RI_{t+3})}{(1+k)^3} + \cdots$$

donde BV_t es el valor en libros al final del periodo t, RI_{t+n} es el ingreso residual en el periodo $t + n$ y k es el costo del capital (véase el capítulo 1). El **ingreso residual** en el tiempo t se define como el ingreso neto integral menos un cargo en el valor inicial en libros, esto es, $RI_t = NI_t - (k \times BV_{t-1})$.

Figura 9.6 ***Valoración de las acciones comunes de Syminex***

	Cifras históricas		Horizonte de pronosticación					Año terminal
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Crecimiento de las ventas	8.50%	8.6957%	*8.90%*	*9.10%*	*8.00%*	*7.00%*	*6.00%*	*3.50%*
Margen de utilidad neta (Ingreso neto/Ventas)	9.05%	9.1554%	*9.20%*	*9.40%*	*9.40%*	*9.40%*	*9.40%*	*9.40%*
Rotación del capital de trabajo neto (Ventas/Prom. capital de trabajo neto)	22.7353	11.8271	*11.8271*	*11.8271*	*11.8271*	*11.8271*	*11.8271*	*11.8271*
Rotación de activos fijos (Ventas/Prom. activos fijos)	1.8341	1.9878	*1.9878*	*1.9878*	*1.9878*	*1.9878*	*1.9878*	*1.9878*
Total de activos de operación/Capital total	2.3362	2.5186	*2.5186*	*2.5186*	*2.5186*	*2.5186*	*2.5186*	*2.5186*
Costo del capital			*12.5%*					
(miles de dólares)								
Ventas	$81 324	$88 396	$96 263	$105 023	$113 425	$121 365	$128 647	$133 149
Ingreso neto	7 360	8 093	8 856	9 872	10 662	11 408	12 093	12 516
Capital de trabajo neto	3 577	7 474	8 139	8 880	9 590	10 262	10 877	11 258
Activos fijos	44 340	44 469	48 427	52 834	57 060	61 054	64 718	66 983
Total de activos de operación	47 917	51 943	56 566	61 713	66 651	71 316	75 595	78 241
Pasivos a largo plazo	27 406	31 319	34 106	37 210	40 187	43 000	45 580	47 175
Total del capital de los accionistas	20 511	20 624	22 460	24 503	26 464	28 316	30 015	31 066
Cálculo del ingreso residual								
Ingreso neto			$ 8 856	$ 9 872	$ 10 662	$ 11 408	$ 12 093	$ 12 516
Capital inicial			$20 624	$ 22 460	$ 24 503	$ 26 464	$ 28 316	$ 30 015
Rendimiento requerido del capital			12.5%	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%
Ingreso esperado			$ 2 578	$ 2 807	$ 3 063	$ 3 308	$ 3 540	$ 3 752
Ingreso residual			$ 6 278	$ 7 065	$ 7 599	$ 8 100	$ 8 553	$ 8 764
Factor de descuento			0.8889	0.7901	0.7023	0.6243	0.5549	
Valor presente del ingreso residual			$ 5 581	$ 5 582	$ 5 337	$ 5 057	$ 4 746	
Valor presente acumulativo del ingreso residual			$ 5 581	$ 11 163	$ 16 500	$ 21 557	$ 26 303	
Valor terminal del ingreso residual							$ 54 039	
Valor inicial en libros del capital							$ 20 624	
Valor del capital							$100 966	
Acciones comunes en circulación (miles)							1 737	
Valor del capital por acción							$ 58.13	

El proceso de valuación requiere estimaciones del ingreso neto futuro y el valor en libros del capital de los accionistas. En la figura 9.6 se presenta un ejemplo de la valuación de las acciones comunes de Syminex Corp., correspondiente a 2005. En esta forma relativamente sencilla, el modelo de valuación exige la estimación de seis parámetros:

- Crecimiento de las ventas.
- Margen de utilidad neta (Ingreso neto/Ventas).
- Rotación de capital de trabajo neto (Ventas/Capital de trabajo neto).
- Rotación de activos fijos (Ventas/Activos fijos).
- Apalancamiento financiero (Activos de operación/Capital).
- Costo del capital en acciones.

Se espera que las ventas crezcan a 8.9% y 9.1% en 2006 y 2007 y que después vayan disminuyendo con índices de crecimiento de 8%, 7% y 6% en los siguientes tres años. Este periodo de cinco años es el horizonte de pronosticación, el periodo en el que se tiene la mayor certeza en las estimaciones. Se supone que las ventas seguirán creciendo a la tasa de inflación a largo plazo de 3.5%, de ahí en adelante.

Cabe esperar que los márgenes de utilidad neta aumenten a 9.2% y 9.4% en los siguientes dos años y que luego se estabilicen en ese porcentaje subsecuentemente. Se espera que los índices de rotación del capital de trabajo neto y de los activos fijos se mantengan en los niveles actuales de 11.8271 y 1.9878 veces, respectivamente. También se espera que el apalancamiento financiero permanezca constante en el nivel actual de 2.5186. Por último, se estima que el costo del capital en acciones es de 12.5%.[1]

El ingreso neto se estima con las ventas proyectadas y el margen proyectado de utilidad neta (Ventas × Margen de utilidad neta). El capital de trabajo neto y los activos fijos se estiman usando las ventas proyectadas y los índices de rotación estimados del capital de trabajo neto y de los activos fijos, respectivamente (Ventas/Índice de rotación). Finalmente, el capital se proyecta usando la razón de activos de operación a capital (Activos de operación = Capital de trabajo neto + Activos fijos).

Dadas estas estimaciones, el ingreso residual de 2006 se calcula como el ingreso neto proyectado menos el capital a principios de año × el costo del capital en acciones de 12.5%:

$$6\,278 \text{ dls.} = 8\,856 \text{ dls.} - (20\,624 \text{ dls.} \times 0.125)$$

Los años posteriores dentro del horizonte de pronosticación se calculan de manera semejante. Cada año en el horizonte de pronosticación se descuenta entonces al costo de capital (12.5%). Por ejemplo, el factor de descuento para el segundo año se calcula así:

$$0.7901 = \frac{1}{1.125^2}$$

Los valores presentes para cada año en el horizonte de pronosticación se suman para producir un valor presente acumulado hasta 2010 de 26 303 dólares.

Se supone que el ingreso residual proyectado para 2011 crecerá a la tasa de inflación (3.5%). El valor presente de esta anualidad, descontada a 2005 es:[2]

$$\$54\,039 = \frac{\$8\,764}{(0.125 - 0.035)(1.125)^5}$$

El valor estimado de las acciones comunes de Syminex en 2005 es igual al valor en libros del capital de los accionistas (20 624 dólares) más el valor presente del ingreso residual (26 303 dls. + 54 039 dls.) para un total de 100 966 dólares. En virtud de que hay 1 737 acciones en circulación, el valor por acción de las acciones comunes de Syminex es de 58.13 dólares.

La valuación de las acciones de capital depende de manera muy importante del proceso de proyección. Como se explica anteriormente, la valuación debe examinar detalladamente la sensibilidad de las estimaciones del precio de las acciones a los supuestos en que se basan las proyecciones.

---

[1] El costo del capital en acciones lo determina el modelo de fijación de precios de los activos de capital (CAPM, siglas de Capital asset pricing model): $r_e = r_f + \beta(r_m - r_f)$, donde β es la beta de las acciones (una estimación de la variabilidad de éstas utilizada por varios servicios, como Standard and Poors), r_f es la tasa sin riesgo (comúnmente se supone que es la tasa de los bonos gubernamentales a 10 años), y r_m es el rendimiento esperado de todo el mercado. La expresión $(r_m - r_f)$ es el "diferencial" de las acciones con respecto a la tasa sin riesgo, que a menudo se supone es de alrededor de 5%. Dada una tasa de 4% de los bonos gubernamentales a 10 años y una $\beta = 1.7$, el costo del capital en acciones de Syminex es: $k = 4\% + 1.7(5\%) = 12.5\%$.

[2] El valor presente (PV) de la anualidad (A) que se espera crezca a g% anual y se descuente a k% queda determinado por $PV = \frac{A}{k - g}$. El término restante en el denominador (1.125^5) descuenta este PV, que ocurre en el año 5, otra vez en el presente al costo del capital de 12.5%.

Tendencias en los impulsores del valor

El modelo del ingreso residual define el precio de las acciones como el valor en libros del capital de los accionistas más el valor presente del ingreso residual esperado (RI), donde $RI_t = NI_t - (k \times BV_{t-1})$. El ingreso residual también puede expresarse en la forma de una razón, como sigue:

$$RI = (ROE_t - k) \times BV_{t-1}.$$

donde $ROE = NI_t/BV_{t-1}$. Esta forma destaca el hecho de que el precio de las acciones sólo es afectado siempre que $ROE \neq k$. En equilibrio, las fuerzas competitivas tienden a igualar las tasas de rendimiento (ROE) con el costo (k) para eliminar las utilidades anormales. Así pues, la estimación del precio de las acciones significa la proyección de la reversión de ROE a su valor a largo plazo para una compañía y una industria particulares.

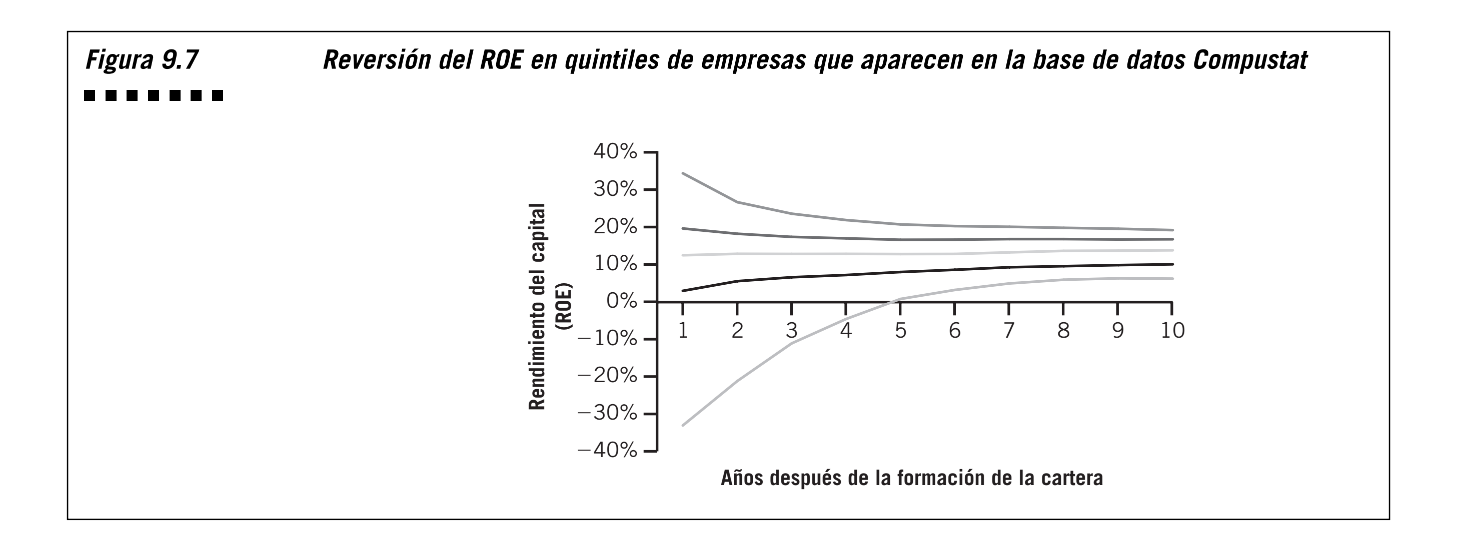
En la figura 9.7 se presenta el desempeño de ROE en quintiles de todas las empresas que figuran en la base de datos Compustat. Por cada año, se forman carteras de empresas en cada quintil de ROE y se siguen los ROE de cada empresa de la cartera en los 10 años subsiguientes. La gráfica presenta el valor de la mediana de cada cartera. Dos observaciones son evidentes:

1. Las cifras de ROE tienden a revertirse para alcanzar el equilibrio a largo plazo. Esto refleja las fuerzas de la competencia. Además, el índice de reversión de las empresas menos rentables es mayor que el de las empresas más rentables. Por último, los índices de reversión de los niveles más extremos de ROE son mayores que los de las empresas que tienen niveles más moderados de ROE.
2. La reversión es incompleta. Esto es, queda una diferencia de aproximadamente 12% entre las empresas con el mayor y el menor ROE incluso después de 10 años. Esto podría ser el resultado de dos factores: las diferencias en el riesgo, que se reflejan en diferencias en los costos de capital (k), o grados mayores (menores) de conservadurismo en las políticas de contabilidad.

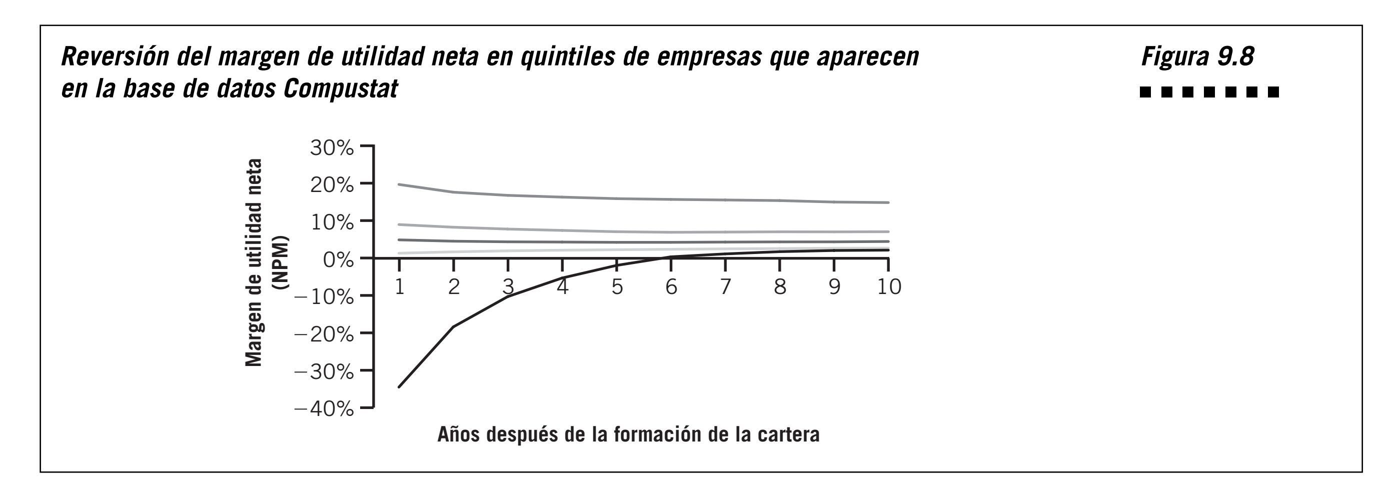
La figura 9.7 revela que la mayor parte de la reversión se completa después de unos cinco años. Esto brinda sustento al uso de un horizonte de pronosticación a cinco años para Syminex, ya que hay poco efecto en el precio de las acciones después del punto en el que $ROE = k$, sin importar el supuesto sobre el índice de crecimiento de las ventas.

El ROE se considera como un *impulsor del valor* puesto que es la variable que afecta directamente el precio de las acciones. El ROA se desagrega, además, en margen de utilidad y rotación (véase el capítulo 8). Estos componentes también son impulsores del valor y dos de las partidas

Figura 9.7 **Reversión del ROE en quintiles de empresas que aparecen en la base de datos Compustat**



Reversión del margen de utilidad neta en quintiles de empresas que aparecen en la base de datos Compustat ***Figura 9.8***



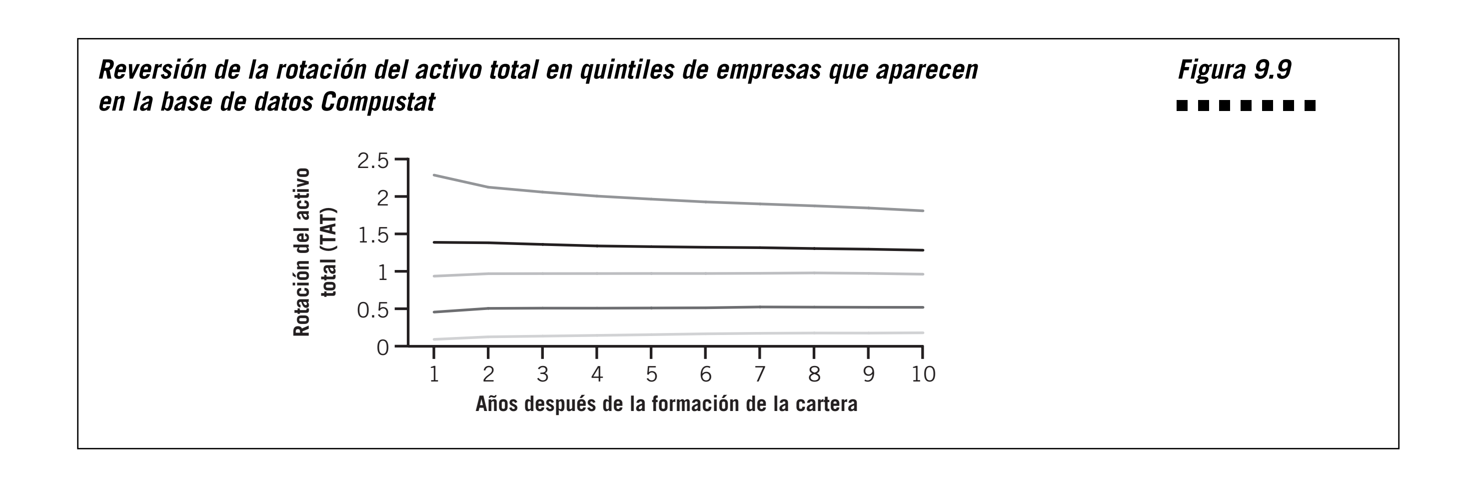
de entrada que se proyectan en la valuación de Syminex. Por tanto, también es útil comprender las tasas de reversión de estos componentes.

La figura 9.8 presenta una gráfica en la que se destaca la reversión de los márgenes de utilidad neta (NPM, siglas de Net profit margins) para quintiles de empresas que aparecen en la base de datos Compustat. Se ha elaborado de manera parecida a la gráfica del ROE en la figura 9.7. Las marcadas tasas de reversión de las empresas con los NPM más altos y más bajos son evidentes. Además, la tasa de reversión de las empresas que tienen las utilidades más bajas es mayor que la de las empresas más rentables, y las tasas de reversión de los dos grupos extremos son mayores que las de las empresas con niveles de utilidad menos extremos. Finalmente, queda una diferencia entre las carteras con los NPM más altos y más bajos al final de 10 años de aproximadamente el mismo diferencial que el del ROE. Por lo tanto, gran parte de la reversión en el ROE es impulsada por la reversión en el NPM.

La rotación del activo total (TAT, siglas de Total asset turnover) es el segundo componente del ROA. En la figura 9.9 se presentan las tasas de reversión de la TAT que se trazan de manera similar a las gráficas anteriores. Aunque algo de la reversión es evidente, es mucho menor que la de las mediciones de rentabilidad. Además, hay una gran variedad de índices de rotación del activo entre las empresas con la mayor y la menor rotación. Esto refleja diversos grados de intensidad del capital.

La proyección de los márgenes de utilidad y las tasas de rotación necesita tomar en cuenta los patrones típicos de reversión y el nivel de los impulsores a partir del promedio a largo plazo cuando se hace la estimación. Además, es necesario tomar en cuenta las características de la industria, ya que éstas muestran diferencias marcadas a lo largo de la dimensión del margen de uti-

Reversión de la rotación del activo total en quintiles de empresas que aparecen en la base de datos Compustat ***Figura 9.9***



lidad neta y-rotación del activo total, como se explica en el capítulo 8. Por último, el horizonte de proyección no necesita ser excesivamente largo ya que se pierde certeza en las estimaciones y el ROE tiende a revertirse a casi el costo del capital a lo largo de un periodo relativamente breve.

PUNTO DE VISTA DEL ANÁLISIS ...USTED ES EL CORREDOR DE BOLSA

Está analizando los pronósticos de efectivo a largo plazo de Boston Biotech, Inc., que se declaran junto con una oferta pública inicial (IPO) de sus acciones ordinarias programada para el próximo mes. Observa que los pronósticos de Boston Biotech de los flujos netos de efectivo son de cero o negativos en los siguientes cinco años. Durante este mismo periodo, Boston Biotech pronostica ingresos netos por más de 10% del capital. Sus colegas de la casa de bolsa ponen en tela de juicio la confiabilidad de estos pronósticos. ¿Puede señalar algunas posibles explicaciones de la disparidad entre los pronósticos de los flujos de efectivo y los ingresos a cinco años?

Respuesta, página 482

APÉNDICE 9A. PRONÓSTICOS A CORTO PLAZO

En el análisis de la liquidez a corto plazo, una de las herramientas más útiles es el **pronóstico del efectivo a corto plazo.** El pronóstico del efectivo a corto plazo reviste interés para los usuarios internos, como los gerentes y auditores, porque permite evaluar las actividades de operación presentes y futuras de la empresa. También resulta de interés para los usuarios externos, como los acreedores que necesitan evaluar la capacidad de la compañía de pagar los préstamos a corto plazo. El presente análisis resalta el pronóstico del efectivo a corto plazo cuando la capacidad de una empresa de cumplir con sus obligaciones actuales está en duda. La precisión de los pronósticos del flujo de efectivo está inversamente relacionada con el *horizonte de pronosticación:* cuanto más prolongado sea el periodo de pronosticación, tanto menos confiables serán los pronósticos. Esto se debe a la cantidad y la complejidad de los factores que influyen en las entradas y salidas de efectivo y que no es posible estimar con seguridad en el largo plazo. Incluso en el caso de los pronósticos a corto plazo, la información requerida es considerable. Puesto que la pronosticación de los flujos de efectivo depende a menudo de la información de dominio público, el objetivo es emitir pronósticos "razonablemente precisos". Mediante el estudio y la preparación de pronósticos de los flujos de efectivo, el análisis permitirá comprender mejor las pautas del flujo de efectivo de una compañía.

PATRONES DEL FLUJO DE EFECTIVO

Es importante revisar el carácter de los patrones del flujo de efectivo antes de examinar los modelos de análisis y proyección de los flujos de efectivo. El efectivo y los equivalentes de efectivo (que en lo sucesivo se denominarán simplemente *efectivo*) son el activo más líquido. Casi todas las decisiones de la alta dirección que se relacionan con la inversión en activos o el pago de gastos exigen el uso de efectivo, ya sea inmediatamente o a la larga. Esto hace que la atención de la alta dirección se centre en el efectivo en lugar de en otros conceptos de fondos líquidos. Algunos usuarios (como los acreedores) a veces consideran a los activos como cuentas por cobrar y a los inventarios como parte de los activos líquidos, en virtud de su conversión en efectivo en el corto plazo.

La tenencia de efectivo produce poco o ningún rendimiento y, en épocas de alzas de precios, el efectivo (como todos los activos monetarios) está expuesto a la pérdida del poder adquisitivo. No obstante, la tenencia de efectivo representa la menor exposición al riesgo. La gerencia es responsable de las decisiones de invertir el efectivo en activos o de pagar los gastos de inmediato. Estas *conversiones de efectivo* aumentan el riesgo porque la recuperación final del efectivo procedente de estas actividades es más bien incierta. Los riesgos relacionados con estas conversiones

de efectivo son de varios tipos y grados. Por ejemplo, el riesgo de convertir el efectivo en inversiones temporales es menor que el riesgo de invertir el efectivo en activos que reditúan a largo plazo, como planta y equipo. La inversión de efectivo en activos o costos dirigidos a desarrollar y comercializar nuevos productos a menudo reporta riesgos más grandes de recuperación del efectivo. Tanto la liquidez a corto plazo como la solvencia a largo plazo dependen de la recuperación y la realización de los desembolsos de efectivo.

Las entradas y salidas de efectivo están interrelacionadas. Si en cualquier aspecto de las actividades comerciales de la empresa no se realizan satisfactoriamente las tareas asignadas, se afecta todo el sistema de flujos de efectivo. Una caída en las ventas afecta la conversión de los bienes terminados en cuentas por cobrar y efectivo, lo que a su vez produce una baja en la disponibilidad del efectivo. La incapacidad de la compañía de reponer este efectivo a partir de fuentes como capital, préstamos o cuentas por pagar impide las actividades de producción y provoca pérdidas en las ventas futuras. Al contrario, si se restringen los gastos en partidas como publicidad y marketing, se afecta negativamente la conversión de los bienes terminados en cuentas por cobrar y efectivo. Las restricciones a largo plazo ya sea en las salidas o en las entradas de efectivo resultan en la insolvencia de la empresa.

El análisis tiene que reconocer las interrelaciones entre los flujos de efectivo, las acumulaciones y las utilidades. Las ventas son el factor que impulsa los flujos de operación. Cuando se venden los productos terminados que representan la acumulación de muchos costos y gastos, el margen de utilidad de la compañía produce una entrada de fondos líquidos por medio de las cuentas por cobrar y el efectivo. Cuanto más alto sea el margen de utilidad, mayor será el crecimiento de los fondos líquidos. De ordinario, las utilidades se generan principalmente de la diferencia entre las ventas y el costo de las ventas (utilidad bruta) y tienen consecuencias enormes en los flujos de efectivo. Muchos costos, como los que se derivan de la utilización de planta y equipo o de los cargos diferidos, no requieren desembolsos de efectivo. De manera semejante, las partidas como las ventas de terrenos a crédito crean cuentas por cobrar a largo plazo que limitan la relevancia de las acumulaciones para los flujos de efectivo. El análisis debe emplear adecuadamente estas mediciones al evaluar las pautas de los flujos de efectivo.

Los flujos de efectivo están limitados en un aspecto importante. A medida que el efectivo fluye a la compañía, la gerencia goza de cierta discrecionalidad en cuanto al uso que le da. Esta discrecionalidad depende de las erogaciones comprometidas, como los dividendos, la acumulación de inventarios, los gastos de capital o el pago de la deuda. Los flujos de efectivo también dependen de la capacidad de la gerencia de aprovechar recursos como el capital y la deuda. En el caso de las entradas de efectivo no comprometido, que se denominan flujos libres de efectivo, la gerencia tiene bastante discrecionalidad en lo tocante a su empleo. Es este componente del efectivo no comprometido el que reviste interés e importancia particulares para el análisis.

IMPORTANCIA DE LOS PRONÓSTICOS DE LAS VENTAS

La confiabilidad de los pronósticos del efectivo depende de la *calidad del pronóstico de las ventas*. Con muy pocas excepciones, como lo son los fondos provenientes del financiamiento o los que se usan en actividades de inversión, la mayor parte de los flujos de efectivo se relacionan con las ventas y dependen de éstas. El pronóstico de las ventas incluye el análisis de:

- Rumbos y tendencias de las ventas.
- Participación de mercado.
- Condiciones de la industria y económicas.
- Capacidad productiva y financiera.
- Factores competitivos.

Típicamente, estos componentes se evalúan junto con las líneas de productos que en potencia son afectadas por las fuerzas peculiares de los mercados de éstas. Los ejemplos que se presentan más adelante ilustran la importancia de los pronósticos de las ventas.

PUNTO DE VISTA DEL ANÁLISIS ...USTED ES EL FUNCIONARIO DE CRÉDITO

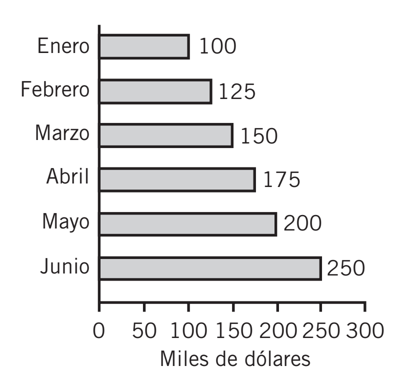
Como funcionario de crédito recién contratado en Intercontinental Bank, está procesando la solicitud de préstamo de un nuevo cliente, DEC Manufacturing. Entre los documentos que acompañan a la solicitud, DEC envía los pronósticos de venta a corto plazo para los próximos tres periodos por 1.1, 1.25 y 1.45 millones de dólares, respectivamente. Usted observa que las ventas de los dos periodos más recientes ascienden a 0.8 y 0.65 millones de dólares y solicita una explicación a la gerencia de DEC. La respuesta de DEC es doble: 1) las ventas recientes son engañosas debido a una huelga y a un periodo inusual de costos anormalmente altos de las materias primas debido a la quiebra de uno de los principales proveedores; y 2) las variaciones en la demanda de los consumidores han provocado volatilidad reciente en la industria. ¿Debe usar los pronósticos de DEC en el análisis del préstamo?

Respuesta, página 482

PRONÓSTICOS DE LOS FLUJOS DE EFECTIVO CON EL ANÁLISIS PRO FORMA

La viabilidad y acierto de los pronósticos de efectivo a corto plazo se revisan detalladamente por medio de los **estados financieros pro forma**. Lo anterior se realiza utilizando los supuestos en que se basan los pronósticos de efectivo con el fin de elaborar un estado de resultados pro forma para el periodo de pronosticación y un balance general pro forma para el final del periodo de pronosticación. Las razones financieras y otras relaciones se derivan de estos estados financieros y su factibilidad se coteja con las relaciones históricas. Estas comparaciones tienen que reconocer los ajustes por los factores que se espera que las afecten durante el periodo de pronosticación del efectivo.

Los pronósticos del flujo de efectivo se ilustran con datos financieros de IT Technologies, Inc. En fechas recientes, IT Technologies lanzó un nuevo procesador electrónico que ha gozado de amplia aceptación en el mercado. La gerencia de IT calcula las ventas (en millares de dólares) para los siguientes seis meses que concluyen el 30 de junio del año 1, en: 100, 125, 150, 175, 200 y 250 dólares (véase la gráfica de barras). El saldo actual de efectivo al 1 de enero del año 1 es de 15 000 dólares. En virtud del aumento pronosticado en las ventas, la tesorera de IT espera mantener saldos mensuales *mínimos* de efectivo de 20 000 dólares en enero, 25 000 en febrero, 27 000 en marzo, y 30 000 en abril, mayo y junio. La tesorera prevé la necesidad de contar con fondos adicionales para financiar la expansión de las ventas. La tesorera espera que el nuevo equipo valorado en 20 000 dólares se compre en febrero mediante la entrega de un pagaré al vendedor. El pagaré se liquidará, a partir de febrero, en mensualidades de 1 000 dólares. No se planea que el nuevo equipo entre en funcionamiento sino hasta agosto del año 1.



La tesorera planea otras medidas para fondear estas necesidades de financiamiento. Primero, obtiene un compromiso de financiamiento de una compañía de seguros para adquirir 110 000 dólares de los bonos a largo plazo de IT (menos 2 500 dólares de costo de emisión). Estas ventas de bonos están planeadas para abril (50 000 dólares) y mayo (60 000 dólares). Planea vender inmuebles para obtener financiamiento adicional, incluidos 8 000 dólares en mayo y 50 000 en junio, y venderá equipo (que originalmente costó 25 000 dólares y tiene valor en libros de cero) por 25 000 dólares en junio. La tesorera solicita al banco de IT la aprobación de un financiamiento a corto plazo para cubrir otras necesidades de fondos. El funcionario de crédito del banco le pide a la tesorera que prepare un *pronóstico de efectivo* para los seis meses que finalizan el 30 de junio del año 1, junto con *estados financieros pro forma* correspondientes a dicho periodo, para procesar la solicitud. El funcionario de crédito también solicita que IT Technologies especifique el uso que da al efectivo y el origen de los fondos que se destinarán a pagar el préstamo. La tesorera reconoce la importancia de un pronóstico del efectivo y procede a recopilar los datos necesarios para cumplir con la petición del funcionario de crédito.

Como uno de los primeros pasos, la tesorera calcula los patrones de las cobranzas. La experiencia indica el siguiente patrón de cobranza:

Cobranzas	Porcentaje del total de cuentas por cobrar
En el mes de la venta	40%
En el segundo mes	30
En el tercer mes	20
En el cuarto mes	5
Canceladas como deudas incobrables	5
	100%

Este patrón de cobranza junto con las ventas de productos esperadas permite a la tesorera hacer las estimaciones de cobranza de efectivo que se presentan en la figura 9A.1.

Figura 9A.1

Estimación de las cobranzas de efectivo para los meses de enero a junio del año 1

	Enero	Febrero	Marzo	Abril	Mayo	Junio
Ventas	$100 000	$125 000	$150 000	$175 000	$200 000	$250 000
Cobranza de ventas*						
1er mes-40%	$ 40 000	$ 50 000	$ 60 000	$ 70 000	$ 80 000	$100 000
2º mes-30%		30 000	37 500	45 000	52 500	60 000
3er mes-20%			20 000	25 000	30 000	35 000
4º mes-5%				5 000	6 250	7 500
Total de cobranza en efectivo	$ 40 000	$ 80 000	$117 500	$145 000	$168 750	$202 500
Cancelaciones-5%				5 000	6 250	7 500

* *Para facilitar el proceso, las cobranzas de efectivo de las ventas anteriores a enero no se toman en cuenta.*

El análisis de los patrones de gasto en los estados financieros de periodos anteriores produce estimaciones de gasto basadas ya sea en las ventas o el tiempo. En la figura 9A.2 se muestran estas estimaciones de gastos. IT Technologies paga estos gastos (excluida la depreciación mensual de 1 000 dólares) en cuanto incurre en ellos. La única excepción es la compra de materiales, donde se paga 50% en el mes de la compra y 50% al siguiente mes. El inventario de materiales al 1 de enero del año 1 asciende a 57 000 dólares. La tesorera calcula los inventarios de materiales a finales de cada mes, de enero a junio del año 1, como sigue: 67 000, 67 500, 65 500, 69 000, 67 000 y 71 000 dólares, respectivamente. También calcula el patrón de pagos en las cuentas por pagar relativas a estos materiales. En la figura 9A.3 se indican estos pagos esperados. En virtud de que el procesador electrónico se fabrica por pedido específico, no se espera que se acumulen inventarios de productos terminados.

El pronóstico de efectivo resultante de la tesorera para cada uno de los seis meses que terminan el 30 de junio del año 1 se observa en la figura 9A.4. Usando estos pronósticos, en la figura 9A.5 se presenta el estado de resultados pro forma de IT Technologies correspondiente a los seis meses que terminan el 30 de junio del año 1.

Efectivo pronosticado de IT (miles de dólares) (de la figura 9A.4)

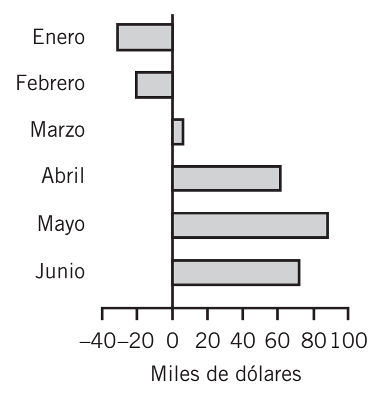


Figura 9A.2

Estimación de gastos para los meses de enero a junio del año 1

Materiales	30% de las ventas
Mano de obra	25% de las ventas
Gastos indirectos de fabricación	
Variables	10% de las ventas
Fijos	8 000 dls. mensuales (incluye 1 000 dls. de depreciación mensual)
Gastos de venta	10% de las ventas
Gastos generales y administrativos	
Variables	8% de las ventas
Fijos	7 000 dls. mensuales

Asimismo, tanto el balance general real como el pro forma de IT Technologies al 1 de enero y el 30 de junio, respectivamente, del año 1 se presentan en la figura 9A.6.

El análisis prospectivo debe examinar con espíritu crítico los estados pro forma y someterlos a *pruebas de viabilidad* tanto con base en los pronósticos como en los supuestos. Se deben evaluar las razones y las relaciones que aparecen en los estados financieros pro forma y compararlas con las razones históricas para determinar la viabilidad y el acierto. Como ejemplo, la razón del circulante de IT Technologies aumenta de 2.6 el 1 de enero del año 1 a 3.5 en el balance general pro forma al 30 de junio del año 1. Además, para los seis meses que finalizan el 30 de junio del año 1, el rendimiento proyectado del capital final es superior a 9%. Estas y otras mediciones, como rotación, tendencias y comparaciones porcentuales, deben evaluarse.

Figura 9A.3

Estimación de los pagos al contado de materiales para los meses de enero a junio del año 1

	Enero	Febrero	Marzo	Abril	Mayo	Junio
Compras de materiales*	$40 000	$38 000	$43 000	$56 000	$58 000	$79 000
Pagos						
1er. mes-50%	$20 000	$19 000	$21 500	$28 000	$29 000	$39 500
2o. mes-50%		20 000	19 000	21 500	28 000	29 000
Total de pagos	$20 000	$39 000	$40 500	$49 500	$57 000	$68 500

* *Las compras de materiales se concilian con los costos de los materiales y los cambios en los inventarios.*

Figura 9A.4

IT TECHNOLOGIES, INC.
Pronóstico de efectivo
Para los meses de enero a junio del año 1

	Enero	Febrero	Marzo	Abril	Mayo	Junio	Total de seis meses
Saldo de efectivo, inicial	$ 15 000	$ 20 000	$ 25 750	$ 27 250	$ 30 580	$ 30 895	$ 15 000
Más entradas de efectivo por							
Cobranzas de efectivo (fig. 9A.1)	40 000	80 000	117 500	145 000	168 750	202 500	753 750
Venta de inmuebles*	—	—	—	—	8 000	50 000	58 000
Venta de bonos*	—	—	—	47 500	60 000	—	107 500
Venta de equipo*	—	—	—	—	—	25 000	25 000
Total del efectivo disponible	55 000	100 000	143 250	219 750	267 330	308 395	959 250
Menos desembolsos de efectivo por							
Materiales (fig. 9A.3)	20 000	39 000	40 500	49 500	57 000	68 500	274 500
Mano de obra†	25 000	31 250	37 500	43 750	50 000	62 500	250 000
Gastos indirectos fijos†	7 000	7 000	7 000	7 000	7 000	7 000	42 000
Gastos indirectos variables†	10 000	12 500	15 000	17 500	20 000	25 000	100 000
Gastos de venta†	10 000	12 500	15 000	17 500	20 000	25 000	100 000
Gastos generales y administrativos†	15 000	17 000	19 000	21 000	23 000	27 000	122 000
Impuestos‡	—	—	—	—	—	19 000	19 000
Compra de activos fijos*	—	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000	5 000
Total de desembolsos de efectivo	87 000	120 250	135 000	157 250	178 000	235 000	912 500
Saldo tentativo de efectivo (déficit)	(32 000)	(20 250)	8 250	62 500	89 330	73 395	46 750
Efectivo mínimo requerido*	20 000	25 000	27 000	30 000	30 000	30 000	—
Préstamos requeridos	52 000	46 000	19 000	—	—	—	117 000
Pago de préstamos	—	—	—	30 000	58 000	29 000	(117 000)
Intereses pagados sobre saldos§	—	—	—	1 920	435	145	2 500
Saldo final de efectivo	$20 000	$ 25 750	$ 27 250	$ 30 580	$ 30 895	$ 44 250	$ 44 250
Saldo de préstamos	$52 000	$ 98 000	$117 000	$ 87 000	$ 29 000	—	—

* *Las expectativas de la tesorera están tomadas de la información de páginas anteriores.*
† *Estimaciones calculadas usando la información de la figura 9A.2.*
‡ *Los impuestos ascienden en total a una tasa estatal y federal combinada de 40%. Se pagan 19 000 dólares de impuestos en junio, con el saldo acumulado.*
§ *El interés se calcula a la tasa de ½% al mes y se paga a finales del mes. Todos los préstamos se toman a principios de mes.*

Las variaciones inesperadas en las relaciones importantes deben explicarse o ajustar los supuestos y expectativas si se identifican errores. Estos pasos incrementan la confiabilidad de los estados financieros pro forma para efectos del análisis.

Hay que reconocer que existen programas de hoja de cálculo electrónicos que ayudan en el análisis pro forma. La facilidad de cambiar las variables para las pruebas de sensibilidad aumenta la utilidad de los estados pro forma. No obstante, no debe confundirse la facilidad y flexibilidad de estos programas con la necesidad crucial de desarrollar y verificar las estimaciones y supuestos que fundamentan los resultados. El grado de acierto de las estimaciones y los supuestos importantes, así como la utilidad del análisis, dependen de la evaluación y el juicio críticos y *no* de la tecnología.

Figura 9A.5

IT TECHNOLOGIES, INC.
Estado de resultados pro forma
Para los seis meses que terminan el 30 de junio del año 1

		Origen de la estimación
Ventas	$1 000 000	Ventas pronosticadas
Costo de las ventas		
Materiales	300 000	Figura 9A.2
Mano de obra	250 000	Figura 9A.2
Gastos indirectos	148 000	Figura 9A.2
Costo total de las ventas	698 000	
Utilidad bruta	302 000	
Gasto de venta	100 000	Figura 9A.2
Gasto por deudas incobrables	18 750	Figura 9A.1
Gastos generales y administrativos	122 000	Figura 9A.2
Gastos de operación	240 750	
Ingresos de operación	61 250	
Ganancia en la venta de equipo	25 000	Tesorero
Gasto por intereses	(2 500)	Figura 9A.4 nota
Ingreso antes de impuestos	83 750	
Impuesto sobre la renta (tasa 40%)	33 500	Figura 9A.4 nota
Ingreso neto	$ 50 250	

RESPUESTAS DE ORIENTACIÓN PARA LOS PUNTOS DE VISTA DEL ANÁLISIS

CORREDOR DE BOLSA

La disparidad en los pronósticos de Boston Biotech sobre los flujos de efectivo y el ingreso no constituye necesariamente motivo de preocupación. Muchas compañías en crecimiento experimentan pocos flujos positivos de efectivo en el corto plazo o ninguno. Por supuesto, se espera que estos flujos de efectivo bajos a corto plazo produzcan flujos de efectivo superiores al promedio en el futuro. Boston Biotech probablemente podría estar registrando flujos de efectivo de operación considerables que son compensados por las cuantiosas salidas de efectivo en nuevas inversiones, cancelaciones de deuda, o dividendos. El análisis debe estudiar los componentes tanto de los flujos de efectivo como del ingreso para determinar el posible interés en la oferta pública inicial de acciones comunes de Boston Biotech. En lugar de desdeñar las acciones de Boston Biotech, tal vez se descubra un título lucrativo y subvalorado gracias al conocimiento superior que se tiene de las cuentas de los estados financieros.

FUNCIONARIO DE CRÉDITO

El primer paso consiste en corroborar o refutar la explicación de la gerencia sobre el decremento en las ventas de los últimos años. Si las explicaciones *no* se validan con pruebas objetivas, lo recomendable sería rechazar la solicitud de DEC: un indicio de conducta inescrupulosa es razón más que suficiente para un rechazo inmediato. Si es posible comprobar las explicaciones de la gerencia, el siguiente paso es evaluar el *nivel e incertidumbre* de los pronósticos de las ventas de DEC. El análisis de los pronósticos de venta debe tomar en consideración factores económicos importantes, incluida la demanda de los consumidores, los costos de los proveedores, así como la capacidad y la calidad productivas de DEC. Quizá lo más importante, en virtud de las circunstancias de DEC, sea la evaluación de la incertidumbre en las ventas. Por ejemplo, las ventas podrían pronosticarse objetivamente en un millón de dólares, pero el intervalo de ventas probables podría abarcar de 0.5 a 1.5 millones de

Figura 9A.6

IT TECHNOLOGIES, INC.
Balance general

	Real 1 de enero del año 1		Pro forma 30 de junio del año 1	
Activo				
Activo circulante				
Efectivo	$ 15 000		$ 44 250	
Cuentas por cobrar (neto)	6 500		234 000	
Inventarios, materiales	57 000		71 000	
Total del activo circulante		$ 78 500		$349 250
Inmuebles	58 000		—	
Activos fijos	206 400		201 400	
Depreciación acumulada	(36 400)		(17 400)	
Activos fijos netos		228 000		184 000
Otros activos		3 000		3 000
Costos diferidos de emisiones de bonos		—		2 500
Total del activo		$309 500		$538 750
Pasivo y capital				
Pasivo circulante				
Cuentas por pagar	$ 2 000		$ 41 500	
Pagarés	28 500		43 500	
Impuestos acumulados	—		14 500	
Total del pasivo circulante		$ 30 500		$ 99 500
Deuda a largo plazo	15 000		125 000	
Acciones comunes	168 000		168 000	
Utilidades retenidas	96 000	279 000	146 250	439 250
Total del pasivo y capital		$309 500		$538 750

dólares. La reciente volatilidad en la demanda de los consumidores, los costos de los materiales y las relaciones con los proveedores dejan entrever un riesgo considerablemente mayor que lo normal. La evaluación de este riesgo considerable origina una respuesta que va desde un ligero incremento en las tasas de interés o mayores exigencias de garantías hasta la negativa tajante a otorgar el préstamo. En consecuencia, aunque los pronósticos de venta de DEC no estén sesgados, es preciso reconocer las diferencias en la incertidumbre relacionadas con los pronósticos de venta en la práctica.

[El superíndice ^{A} denota tareas basadas en el apéndice 9A.]

PREGUNTAS

9-1. ¿Cuáles son algunos de los usos del análisis prospectivo?

9-2. ¿Qué medidas deben adoptarse de ordinario antes de iniciar el proceso de pronosticación?

9-3. Además de las tendencias recientes, ¿qué otra información podría tener influencia en la proyección de las ventas?

9-4. ¿Qué es el horizonte de pronosticación?

9-5. ¿Qué supuesto se hace de ordinario sobre el crecimiento de las ventas al final del horizonte de pronosticación?

9-6. Describa los pasos para pronosticar el estado de resultados.

9-7. Describa el proceso de dos pasos para pronosticar el balance general.

9-8. ¿Qué son los impulsores del valor?

9-9. Describa la tendencia distintiva de los impulsores del valor a través del tiempo.

9-10[A]. ¿Por qué los pronósticos de efectivo a corto plazo son importantes en el análisis de los estados financieros?

9-11[A]. ¿Qué limitaciones se relacionan con la pronosticación del efectivo a corto plazo?

9-12[A]. Describa la relación entre las entradas y las salidas de efectivo.

9-13[A]. A menudo se dice: *desde el punto de vista de la operación, la gerencia se centra en el efectivo antes que en el capital de trabajo.* ¿Está usted de acuerdo con esta aseveración? ¿Por qué sí, y por qué no?

9-14[A]. Describa la principal diferencia entre el análisis de "flujo de fondos" y el análisis de razones. ¿Qué técnica de análisis se prefiere y por qué?

9-15[A]. ¿Cuál es el primer paso habitual para preparar pronósticos de efectivo y qué consideraciones se requieren en este paso?

EJERCICIOS

EJERCICIO 9-1
Pronóstico del ingreso y los componentes del ingreso

Consulte los estados financieros de **Quaker Oats Company** en el problema 9-6. Prepare un estado de resultados proyectado para el año 12 usando los siguientes supuestos (millones de dólares):

1. Se pronostican ingresos equivalentes a 6 000 dólares.
2. El pronóstico del costo de las ventas usa la relación porcentual promedio entre el costo de las ventas y las ventas para el periodo de tres años que termina el 30 de junio del año 11.
3. Se espera que los gastos de venta, generales y administrativos aumenten en el mismo porcentaje del año 10 al año 11.
4. Se pronostica que otros gastos serán 8% más altos que en el año 11.
5. Se espera una pérdida de 2 millones de dólares (neto, después de deducir impuestos) de la venta de activos netos de operaciones discontinuadas.
6. Se espera que el gasto por intereses, neto después de deducir intereses capitalizados e ingresos por intereses, aumente en 6% debido a las mayores necesidades financieras.
7. La tasa tributaria efectiva es igual a la del año 11.

COMPROBACIÓN
Pronóstico de NI, 140.1 millones de dólares

EJERCICIO 9-2
Pronóstico de las ventas y el ingreso neto

General Electric

Los datos trimestrales de ventas e ingreso neto de **General Electric** de los años 1 a 9 se presentan a continuación (millones de dólares).

	Ventas	Ingreso neto		Ventas	Ingreso neto		Ventas	Ingreso neto
Dic. A1	$17 349	$1 263	Sep. A4	$14 442	$1 457	Jun. A7	$21 860	$2 162
Mar. A2	12 278	964	Dic. A4	17 528	1 685	Sep. A7	21 806	2 014
Jun. A2	13 984	1 130	Mar. A5	14 948	1 372	Dic. A7	24 876	2 350
Sep. A2	13 972	996	Jun. A5	17 630	1 726	Mar. A8	22 459	1 891
Dic. A2	16 040	1 215	Sep. A5	17 151	1 610	Jun. A8	24 928	2 450
Mar. A3	12 700	1 085	Dic. A5	19 547	1 865	Sep. A8	23 978	2 284
Jun. A3	14 566	656	Mar. A6	16 931	1 517	Dic. A8	28 455	2 671
Sep. A3	14 669	1 206	Jun. A6	18 901	1 908	Mar. A9	24 062	2 155
Dic. A3	17 892	1 477	Sep. A6	19 861	1 788	Jun. A9	27 410	2 820
Mar. A4	12 621	1 219	Dic. A6	22 848	2 067			
Jun. A4	14 725	1 554	Mar. A7	19 998	1 677			

Se requiere:

Use estos datos y cualquiera otra información histórica disponible para pronosticar las ventas y el ingreso en cada uno de los trimestres que finalizan en septiembre del año 9, diciembre del año 9, marzo del año 10 y junio del año 10. Explique la base de sus pronósticos.

EJERCICIO 9-3
Pronóstico de las ventas y el ingreso neto

En el año 2006, Cough.com se encuentra en su segundo año de operaciones. Cough.com produce jarabe infantil para la tos. Las ventas de la industria de jarabe infantil para la tos en 2005 ascendieron a un total de 3 000 millones de dólares. En 2005, Cough.com realizó ventas por un total de 2.4 millones de dólares (0.08% de participación de mercado).

Se requiere:

a) Explique cómo es posible usar las predicciones del mercado total y de la participación de mercado en el proceso de pronosticación.

b) ¿Qué datos podría buscar usted para mejorar el pronóstico de las ventas y cómo podría recopilar dichos datos?

c) Ilustre escenarios de qué pasaría si en los que la participación de mercado ganada por Cough.com fuera: 1) 5% mayor que y 2) 5% menor que la cifra pronosticada de 0.08% de las ventas esperadas de la industria de 3 200 millones de dólares.

d) Para *cada uno* de estos dos escenarios separados, ilustre el análisis de qué pasaría si las ventas esperadas totales de la industria de 3 200 millones de dólares 1) 10% más grandes que lo esperado y 2) 10% más bajas que lo esperado.

COMPROBACIÓN
c) 1. 2.688 millones de dólares

EJERCICIO 9-4A
Preparación de un pronóstico de efectivo a corto plazo

Lyon Corporation es una empresa comercializadora. Prepare un pronóstico de efectivo a corto plazo para julio del año 6, siguiendo el formato de la figura 9A.4. A continuación se presentan datos financieros seleccionados de Lyon Corporation al 1 de julio del año 6 (miles de dólares):

Efectivo, 1 de julio del año 6	$20
Cuentas por cobrar, 1 de julio del año 6	20
Ventas pronosticadas para julio	150
Cuentas por cobrar pronosticadas, 31 de julio del año 6	21
Inventario, 1 de julio del año 6	25
Inventario deseado, 31 de julio del año 6	15
Gasto de depreciación en julio	4
Desembolsos varios en julio	11
Saldo mínimo de efectivo deseado	30
Cuentas por pagar, 1 de julio del año 6	18

COMPROBACIÓN
Saldo de efectivo, 54 dólares

Información adicional:

1. La utilidad bruta es igual a 20% del costo de los bienes vendidos.
2. Lyon compra todo su inventario el segundo día del mes y lo recibe la semana siguiente.
3. Lyon paga 75% de las cuentas por pagar dentro del mes de compra y el saldo en el mes siguiente.
4. Lyon paga todos los gastos restantes en efectivo.

PROBLEMAS

PROBLEMA 9-1
Preparación de los estados financieros pro forma

Coca-Cola

A continuación se presentan el estado de resultados y el balance general comparativos de **Coca-Cola** (millones de dólares).

	Año 2	Año 1
Estado de resultados		
Ventas netas	$20 092	$19 889
Costo de los bienes	6 044	6 204
Utilidad bruta	14 048	13 685
Gastos de venta generales y administrativos	7 893	9 221
Gasto de depreciación y amortización	803	773
Gasto (ingresos) por intereses	(308)	292
Ingreso antes de impuestos	5 660	3 399
Gasto del impuesto sobre la renta	1 691	1 222
Ingreso neto	$ 3 969	$ 2 177
Acciones en circulación	3 491	3 481

(*continúa*)

PROBLEMA 9-1
(conclusión)

	Año 2	Año 1
Balance general		
Efectivo	$ 1 934	$ 1 892
Cuentas por cobrar	1 882	1 757
Inventarios	1 055	1 066
Otros activos circulantes	2 300	1 905
Total del activo circulante	7 171	6 620
Inmuebles, planta y equipo	7 105	6 614
Depreciación acumulada	2 652	2 446
Inmuebles, planta y equipo, neto	4 453	4 168
Otros activos a largo plazo	10 793	10 046
Total del activo	$22 417	$20 834
Cuentas por pagar y pasivos acumulados	$ 3 679	$ 3 905
Deuda a corto plazo y vencimientos actuales de deuda a largo plazo	3 899	4 816
Obligaciones del impuesto sobre la renta	851	600
Total del pasivo circulante	8 429	9 321
Pago diferido del impuesto sobre la renta y otras obligaciones	1 403	1 362
Deuda a largo plazo	1 219	835
Total del pasivo a largo plazo	2 622	2 197
Acciones comunes	873	870
Superávit de capital	3 520	3 196
Utilidades retenidas	20 655	18 543
Acciones en tesorería	13 682	13 293
Capital de los accionistas	11 366	9 316
Total del pasivo y capital	$22 417	$20 834

Se requiere:

a) Use las siguientes razones para preparar un estado de resultados, un balance general y un estado de flujos de efectivo proyectados para el año 3.

Crecimiento de las ventas	1.02%
Margen de utilidad bruta	69.92%
Gastos de venta, generales y administrativos/Ventas	39.28%
Gasto de depreciación/PP&E bruto, año anterior	12.14%
Gasto por intereses/Deuda a largo plazo, año anterior	5.45%
Gasto de impuestos sobre la renta/Ingreso antes de impuestos	29.88%
Índice de rotación de cuentas por cobrar	10.68
Índice de rotación de inventarios	5.73
Índice de rotación de cuentas por pagar	1.64
Impuestos por pagar/Gasto de impuestos	50.33%
Activo total/Capital de los accionistas (apalancamiento financiero)	2.06
Dividendos por acción	$1.37
Gastos de capital/Ventas	5.91%

b) Con base en las proyecciones iniciales de usted, ¿cuánto financiamiento externo (deuda a largo plazo, capital de los accionistas, o ambos) necesitará Coca-Cola para financiar su crecimiento a los aumentos proyectados en las ventas?

A continuación aparecen el estado de resultados y el balance general comparativos de **Best Buy** (millones de dólares).

Best Buy

PROBLEMA 9-2
Preparación de los estados financieros pro forma

	Año 2	Año 1
Estado de resultados		
Ventas netas	$15 326	$12 494
Costo de los bienes	12 267	10 101
Utilidad bruta	3 059	2 393
Gastos de venta, generales y administrativos	2 251	1 728
Gasto de depreciación y amortización	167	103
Ingreso antes de impuestos	641	562
Gasto del impuesto sobre la renta	245	215
Ingreso neto	$ 396	$ 347
Acciones en circulación	208	200
Balance general	**Año 2**	**Año 1**
Efectivo	$ 746	$ 751
Cuentas por cobrar	313	262
Inventarios	1 767	1 184
Otros activos circulantes	102	41
Total del activo circulante	2 928	2 238
Inmuebles, planta y equipo	1 987	1 093
Depreciación acumulada	543	395
Inmuebles, planta y equipo, neto	1 444	698
Otros activos a largo plazo	466	59
Total del activo	$ 4 838	$ 2 995
Cuentas por pagar y pasivos acumulados	$ 2 473	$ 1 704
Deuda a corto plazo y vencimientos actuales de deuda a largo plazo	114	16
Obligaciones del impuesto sobre la renta	127	65
Total del pasivo circulante	2 714	1 785
Obligaciones a largo plazo	122	100
Deuda a largo plazo	181	15
Total del pasivo a largo plazo	303	115
Acciones comunes	20	20
Superávit de capital	576	247
Utilidades retenidas	1 225	828
Acciones en tesorería	1 821	1 095
Total del pasivo y capital	$ 4 838	$ 2 995

Se requiere:

a) Use las siguientes razones para preparar un estado de resultados, un balance general y un estado de flujos de efectivo proyectados para el año 3:

Crecimiento de las ventas	22.67%
Margen de utilidad bruta	19.96%
Gastos de venta, generales y administrativos/Ventas	14.69%
Gasto de depreciación/PP&E bruto, año anterior	15.28%
Gasto de impuestos sobre la renta/Ingreso antes de impuestos	38.22%
Índice de rotación de cuentas por cobrar (Ventas/Cuentas por cobrar)	48.96
Índice de rotación de inventarios (Costo de los bienes vendidos/Inventario)	6.94
Índice de rotación de cuentas por pagar (Costo de los bienes vendidos/Cuentas por pagar)	4.96
Impuestos por pagar/Gasto de impuestos	51.84%
Activo total/Capital de los accionistas (apalancamiento financiero)	2.55
Dividendos por acción	$ 0.00
Gastos de capital/Ventas	6.71%

b) Con base en las proyecciones iniciales de usted, ¿cuánto financiamiento externo (deuda a largo plazo, capital de los accionistas o ambos) necesitará Best Buy para financiar su crecimiento a los aumentos proyectados en las ventas?

PROBLEMA 9-3

Preparación de los estados financieros pro forma

Merck

A continuación se presentan el estado de resultados y el balance general comparativos de **Merck** (millones de dólares):

	Año 2	Año 1
Estado de resultados		
Ventas netas	$47 716	$40 343
Costo de los bienes	28 977	22 444
Utilidad bruta	18 739	17 899
Gastos de venta, generales y administrativos	6 531	6 469
Gasto de depreciación y amortización	1 464	1 277
Gasto por intereses	342	329
Ingreso antes de impuestos	10 402	9 824
Gasto del impuesto sobre la renta	3 121	3 002
Ingreso neto	$ 7 282	$ 6 822
Acciones en circulación	2 976	2 968
Balance general		
Efectivo	$ 3 287	$ 4 255
Cuentas por cobrar	5 215	5 262
Inventarios	3 579	3 022
Otros activos circulantes	880	1 059
Total del activo circulante	12 961	13 598
Inmuebles, planta y equipo	18 956	16 707
Depreciación acumulada	5 853	5 225
Inmuebles, planta y equipo, neto	13 103	11 482
Otros activos a largo plazo	17 942	15 075
Total del activo	$44 006	$40 155
Cuentas por pagar y pasivos acumulados	$ 5 904	$ 5 391
Deuda a corto plazo y vencimientos actuales de deuda a largo plazo	4 067	3 319
Impuesto sobre la renta por pagar	1 573	1 244
Total del pasivo circulante	11 544	9 954

(*continúa*)

PROBLEMA 9-3
(conclusión)

	Año 2	Año 1
Pago diferido del impuesto sobre la renta y otras obligaciones	11 614	11 768
Deuda a largo plazo	4 799	3 601
Total del pasivo a largo plazo	16 413	15 369
Acciones comunes	30	30
Superávit de capital	6 907	6 266
Utilidades retenidas	31 500	27 395
Acciones en tesorería	(22 387)	(18 858)
Capital de los accionistas	16 050	14 833
Total del pasivo y capital	$44 007	$40 154

Se requiere:

a) Use las siguientes razones para preparar un estado de resultados, un balance general y un estado de flujos de efectivo proyectados para el año 3.

Crecimiento de las ventas	18.27%
Margen de utilidad bruta	39.27%
Gastos de venta, generales y administrativos/Ventas	13.69%
Gasto de depreciación/PP&E bruto, año anterior	8.76%
Gasto por intereses/Deuda a largo plazo, año anterior	4.94%
Gasto de impuestos sobre la renta/Ingreso antes de impuestos	30.00%
Índice de rotación de cuentas por cobrar (Ventas/Cuentas por cobrar)	9.15
Índice de rotación de inventarios (Costo de los bienes vendidos/Inventario)	8.10
Índice de rotación de cuentas por pagar (Costo de los bienes vendidos/Cuentas por pagar)	4.91
Impuestos por pagar/Gasto de impuestos	50.41%
Activo total/Capital de los accionistas (apalancamiento financiero)	2.35
Dividendos por acción	$ 1.06
Gastos de capital/Ventas	9.04%

b) Con base en las proyecciones iniciales de usted, ¿cuánto financiamiento externo (deuda a largo plazo, capital de los accionistas, o ambos) necesitará Merck para financiar su crecimiento a los aumentos proyectados en las ventas?

PROBLEMA 9-4
Uso del análisis prospectivo para valorar los títulos

A continuación se presenta información de los estados financieros de Welmark Corporation correspondiente a los años 2 y 3.

WELMARK CORPORATION

	Año 2	Año 3
Crecimiento de las ventas	8.50%	10.65%
Margen de utilidad neta (Ingreso neto/Ventas)	6.71%	8.22%
Índice de rotación del capital de trabajo neto (Ventas/Promedio del capital de trabajo neto)	8.98	9.33
Rotación de activos fijos (Ventas/Promedio de activos fijos)	1.67	1.64
Total de activos de operación/Capital total	1.96	2.01
Número de acciones en circulación	1 737	1 737
(miles de dólares)		
Ventas	$25 423	$28 131
Ingreso neto	1 706	2 312
Capital de trabajo neto	2 832	3 015
Activos fijos	15 232	17 136
Total de activos de operación	18 064	20 151
Pasivos a largo plazo	8 832	10 132
Total del capital de los accionistas	9 232	10 019

Se requiere:

Usando el modelo de ingreso residual, prepare una valoración de las acciones comunes de Welmark Corporation para el año 3, partiendo de los siguientes supuestos:

a) Horizonte de pronosticación de cinco años.

b) Crecimiento de las ventas de 10.65% anual a lo largo del horizonte de pronosticación y de 3.5% de ahí en adelante.

c) Todas las razones financieras permanecen en los niveles del año 3.

d) El costo del capital en acciones es de 12.5%.

PROBLEMA 9-5A

Preparación de los estados financieros pro forma

Telnet Corporation es un fabricante de computadoras recién constituido. Telnet planea iniciar operaciones el 1 de enero del año 2. Se cuenta con información financiera seleccionada para la preparación del rendimiento pronosticado a seis meses de Telnet, que cubre el periodo del 1 al 30 de junio del año 2.

Ventas *mensuales* pronosticadas	$250 000
Gastos *mensuales de operación*	
Mano de obra	30 500
Alquiler del local de la fábrica	10 000
Gastos indirectos variables	22 500
Depreciación del equipo	35 000
Amortización de patentes	500
Gastos de venta y administrativos	47 500
Materiales	125 000

Información adicional:

1. Periodo de cobranza	45 días
2. Condiciones de compra	n/30
3. Inventario final de productos terminados	$100 000
4. Inventario final de materias primas	$ 35 000
5. Tasa tributaria efectiva	50%
6. Saldo inicial de efectivo	$ 60 000
7. Saldo mínimo de efectivo requerido	$ 40 000
8. Gastos prepagados al 30 de junio del año 2	$ 7 000

9. No hay inventarios en proceso al 30 de junio del año 2.
10. Las ventas se realizan de manera uniforme a lo largo del periodo.
11. Los gastos se pagan en efectivo (a menos que se indique otra cosa).
12. Los siguientes son datos que aparecen en el balance general de Telnet Corporation al 1 de enero del año 2:

Efectivo	$ 60 000	Patentes	$ 40 000
Equipo	$1 200 000	Capital de los accionistas	$ 1 300 000

COMPROBACIÓN

a) NI, 8 000 dólares

b) Total del activo, 1 584 000 dólares

c) Préstamos, 143 000 dólares

Se requiere:

a) Prepare un estado de resultados pro forma para representar la posición financiera pronosticada de Telnet Corporation para el periodo de seis meses que finalizó el 30 de junio del año 2.

b) Prepare un balance general pro forma al 30 de junio del año 2.

c) Prepare un análisis de pronóstico de efectivo, como en la figura 9A.4, para el periodo de seis meses que finalizó el 30 de junio del año 2.

Consulte los siguientes estados financieros de **Quaker Oats Company.**

Quaker Oats Company

PROBLEMA 9-6
Pronóstico del estado de flujos de efectivo

ESTADO DE RESULTADOS

Ejercicio anual finalizado el 30 de junio (millones de dólares, excepto los datos por acción)	Año 11	Año 10	Año 9
Ventas netas	$5 491.2	$5 030.6	$4 879.4
Costo de los bienes vendidos	2 839.7	2 685.9	2 655.3
Utilidad bruta	2 651.5	2 344.7	2 224.1
Gastos de venta, generales y administrativos	2 121.2	1 844.1	1 779.0
Gasto por intereses, neto después de deducir ingresos por intereses de 9.0, 11.0 y 12.4 dls.	86.2	101.8	56.4
Otros gastos, neto	32.6	16.4	149.6
Ingreso de las operaciones continuas antes de impuesto sobre la renta	411.5	382.4	239.1
Provisión para el impuesto sobre la renta	175.7	153.5	90.2
Ingreso de operaciones continuas	235.8	228.9	148.9
Utilidad (pérdida) de operaciones discontinuadas, neto después de deducir impuestos	(30.0)	(59.9)	54.1
Ingreso neto	205.8	169.0	203.0
Dividendos preferentes, neto después de deducir impuestos	4.3	4.5	—
Ingreso neto disponible para acciones comunes	$ 201.5	$ 164.5	$ 203.0
Por acción común			
Ingreso de operaciones continuas	$ 3.05	$ 2.93	$ 1.88
Utilidad (pérdida) de operaciones discontinuadas	(0.40)	(0.78)	0.68
Ingreso neto	$ 2.65	$ 2.15	$ 2.56
Dividendos declarados	$ 1.56	$ 1.40	$ 1.20
Número promedio de acciones comunes en circulación (en millares)	75 904	76 537	79 307

BALANCE GENERAL

30 de junio (millones de dólares)	Año 11	Año 10	Año 9
Activo			
Activo circulante			
Efectivo y equivalentes de efectivo	$ 30.2	$ 17.7	$ 21.0
Inversiones a corto plazo, al costo, que se aproxima al valor de mercado	—	0.6	2.7
Cuentas por cobrar, neto después de deducir provisiones	691.1	629.9	594.4
Inventarios			
Bienes terminados	309.1	324.1	326.0
Granos y materias primas	86.7	110.7	114.1
Materiales y suministros de empaque	26.5	39.1	39.0
Total de inventarios	422.3	473.9	479.1
Otros activos circulantes	114.5	107.0	94.2
Activo circulante neto de operaciones discontinuadas	—	252.2	328.5
Total del activo circulante	1 258.1	1 481.3	1 519.9
Otras cuentas por cobrar e inversiones	79.1	63.5	26.4
Inmuebles, planta y equipo	1 914.6	1 745.6	1 456.9
Menos depreciación acumulada	681.9	591.5	497.3
Inmuebles, neto	1 232.7	1 154.1	959.6

(*continúa*)

PROBLEMA 9-6
(*conclusión*)

30 de junio (millones de dólares) Activo	Año 11	Año 10	Año 9
Activos intangibles, neto después de amortización	446.2	466.7	484.7
Activos netos a largo plazo de operaciones discontinuadas	—	160.5	135.3
Total del activo	$3 016.1	$3 326.1	$3 125.9
Pasivo y capital			
Pasivo circulante			
Deuda a corto plazo	$ 80.6	$ 343.2	$ 102.2
Parte actual de la deuda a largo plazo	32.9	32.3	30.0
Cuentas comerciales por pagar	350.9	354.0	333.8
Nóminas, pensiones y gratificaciones acumuladas	116.3	106.3	118.1
Publicidad y comercialización acumuladas	105.7	92.6	67.1
Impuesto sobre la renta por pagar	45.1	36.3	8.0
Cuenta por pagar a Fisher-Price	29.6	—	—
Otros pasivos acumulados	165.8	173.8	164.9
Total del pasivo circulante	926.9	1 138.5	824.1
Deuda de largo plazo	701.2	740.3	766.8
Otros pasivos	115.5	100.3	89.5
Pago diferido del impuesto sobre la renta	366.7	327.7	308.4
Acciones preferentes, sin valor a la par, 1 750 000 acciones autorizadas: se emitieron 1 282 051 acciones convertibles acumulativas de 5.46 dls. en el año 9 (preferencia de liquidación 78 dls. por acción)	100.0	100.0	100.0
Compensación diferida	(94.5)	(98.2)	(100.0)
Acciones preferentes en tesorería, al costo, 10 089 acciones al 30 de junio del año 11	(0.7)	—	—
Capital de los accionistas comunes			
Acciones comunes, valor a la par 5 dls., 200 000 000 de acciones autorizadas; se emitieron 83 989 396 acciones	420.0	420.0	420.0
Capital pagado adicional	7.2	12.9	18.1
Utilidades reinvertidas	1 047.5	1 164.7	1 106.2
Ajuste acumulativo del tipo de cambio	(52.9)	(29.3)	(56.6)
Compensación diferida	(168.0)	(164.1)	(165.8)
Acciones comunes en tesorería, al costo, 7 660 675 acciones; 8 402 871 acciones; y 5 221 981 acciones, respectivamente	(352.8)	(386.7)	(184.8)
Total del capital de los accionistas comunes	901.0	1 017.5	1 137.1
Total del pasivo y capital de los accionistas comunes	$3 016.1	$3 326.1	$3 125.9

Usando los estados financieros de Quaker y la guía de análisis que se da en el capítulo, prepare un estado de flujos de efectivo pronosticados para el año 12 con la siguiente información:

Datos seleccionados de pronosticación (millones de dólares)	Año 12
Fuentes de efectivo	
Cancelaciones de activos	$ 20
Usos del efectivo	
Pago de la deuda a largo plazo	45
Gastos de capital, inmuebles, planta y equipo	300
Dividendos en efectivo de las acciones de capital	135
Otros gastos en efectivo	30
Pronóstico de ingresos	6 000

Los supuestos adicionales para su tarea de pronosticación incluyen:

1. Se espera que el ingreso de las operaciones continuas en el año 12 sea igual a la relación porcentual promedio entre el ingreso de las operaciones continuas y las ventas en el periodo de tres años que finalizó el 30 de junio del año 11.
2. El pronóstico de depreciación y amortización para el año 12 usa la relación porcentual promedio entre depreciación y amortización e ingreso de las operaciones continuas en el periodo que abarca del año 9 al 11. El promedio se calcula en 82.33%.
3. Los pronósticos de pago diferido del impuesto sobre la renta (parte a largo plazo) y otras partidas en el año 12 reflejan la relación de los últimos tres años entre los impuestos diferidos (a largo plazo) y otras partidas y el ingreso total de las operaciones continuas de 22.9%.
4. Se pronostica que las provisiones para restructurar cargos serán de cero en el año 12.
5. Se espera que la razón de días de venta en cuentas por cobrar sea de 42 en el año 12.
6. Se pronostican días de venta en inventario de 55 y una razón del costo de las ventas a ventas de 0.51 en el año 12.
7. Se pronostica que los cambios en otros activos circulantes serán iguales al incremento/decremento promedio en el periodo que abarca del año 9 al 11 de 25.6 dólares.
8. Se espera que los días de compras en cuentas por pagar sean 45 en el año 12, y se pronostica que las compras aumentarán 12% en el año 12 con respecto a las compras del año 11 de 2 807.20 dólares.
9. Se pronostica que el cambio en otros pasivos circulantes será igual al incremento/decremento promedio en el periodo que abarca del año 9 al 11 de 24.5 dólares.
10. No se esperan operaciones discontinuadas.
11. Se pronostica que las reducciones en la deuda a corto plazo ascenderán a 40 millones de dólares al año.
12. No se esperan entradas de efectivo provenientes de la emisión de deuda para escisiones ni efectos en el efectivo producidos por las compras o emisiones de acciones comunes y preferentes.
13. Las necesidades de efectivo pronosticadas para fin de año son iguales a un nivel medido por la razón de efectivo con los ingresos que predomina en el año 11.
14. Las adiciones a la deuda a largo plazo en el año 12 son iguales a la cantidad necesaria para cumplir con el saldo deseado de efectivo a fin de año.

CASOS

Estudie los siguientes estados financieros de **Kodak**:

Kodak

CASO 9-1

Pronóstico de los estados financieros pro forma

ESTADO DE RESULTADOS

Para el ejercicio anual finalizado el 31 de diciembre (en millones de dólares)	20x6	20x5	20x4
Ventas netas	$13 234	$13 994	$14 089
Costo de los bienes vendidos	8 670	8 375	8 086
Utilidad bruta	4 564	5 619	6 003
Gastos de venta, generales y administrativos	2 781	2 665	2 846
Costos de investigación y desarrollo	779	784	817
Costos (créditos) de restructuración y otros	659	(44)	350
Utilidades de las operaciones	345	2 214	1 990
Gasto por intereses	219	178	142
Otros ingresos (cargos)	(18)	96	261
Utilidades antes de impuestos	108	2 132	2 109
Provisión para el pago del impuesto sobre la renta	32	725	717
Utilidades netas	$ 76	$ 1 407	$ 1 392

BALANCE GENERAL

Al 31 de diciembre (en millones, excepto los datos de las acciones y por acción)	20x6	20x5
Activo		
Activo circulante		
Efectivo y equivalentes de efectivo	$ 448	$ 246
Cuentas por cobrar, neto	2 337	2 653
Inventarios, neto	1 137	1 718
Pago diferido del impuesto sobre la renta	521	575
Otros activos circulantes	240	299
Total del activo circulante	4 683	5 491
Inmuebles, planta y equipo, neto	5 659	5 919
Crédito mercantil, neto	948	947
Otros activos de largo plazo	2 072	1 855
Total del activo	$13 362	$14 212
Pasivo y capital de los accionistas		
Pasivo circulante		
Cuentas por pagar y otros pasivos a corto plazo	$ 3 276	$ 3 403
Préstamos a corto plazo	1 378	2 058
Parte actual de la deuda a largo plazo	156	148
Impuesto sobre la renta acumulado	544	606
Total del pasivo circulante	5 354	6 215
Deuda a largo plazo, después de deducir la parte actual	1 666	1 166
Obligaciones posempleo	2 728	2 722
Otras obligaciones a largo plazo	720	681
Total del pasivo	10 468	10 784
Capital de los accionistas		
Acciones comunes, valor a la par 2.50 dls.		
950 000 000 acciones autorizadas: se emitieron 391 292 760 acciones en 20x6 y 20x5; 290 929 701 y 290 484 266 acciones en circulación en 20x6 y 20x5	978	978
Capital pagado adicional	849	871
Utilidades retenidas	7 431	7 869
Otras pérdidas acumuladas	(597)	(482)
	8 661	9 236
Acciones en tesorería, al costo; 100 363 059 acciones en 20x6 y 100 808 494 acciones en 20x5	(5 767)	(5 808)
Total del capital de los accionistas	2 894	3 428
Total del pasivo y capital de los accionistas	$13 362	$14 212

Se requiere:

Prepare pronósticos del estado de resultados, balance general y estado de flujos de efectivo para 20x7, partiendo de los siguientes supuestos:

a) Todas las razones financieras permanecen en los niveles de 20x6.

b) Kodak no registrará costos de restructuración en 20x7.

c) Los impuestos por pagar se ubican en el nivel de 20x6 de 544 millones de dólares.

d) El gasto de depreciación cargado a gastos de venta, generales y administrativos asciende a 765 millones y 738 millones de dólares en 20x6 y 20x5, respectivamente.

e) El monto bruto de inmuebles, planta y equipo es de 12 982 millones y 12 963 millones de dólares en 20x6 y 20x5, respectivamente.

f) Los vencimientos a corto plazo proyectados de la deuda a largo plazo ascienden a 13 millones de dólares en 20x7.

CASO 9-2

Preparación y análisis de pronósticos de efectivo

Miller Company planea construir una instalación consistente en dos unidades para cargar barriles de cerveza en barcos. A más tardar el 1 de enero del año 2, los accionistas invertirán 100 000 dólares en acciones de capital de la empresa para aportar el capital de trabajo inicial. Para financiar el programa de construcción (el costo total planeado es de 1 800 000 dólares), la compañía firmará un convenio con una institución financiera que se compromete a otorgarle un préstamo de 1 800 000 dólares. Este préstamo se garantizará con un pagaré hipotecario a 10 años que causará intereses de 5% anual sobre saldos insolutos. El monto del principal se reembolsará en pagos semestrales iguales de 100 000 dólares a partir del 30 de junio del año 3. Puesto que las entradas del préstamo se necesitarán sólo a medida que las obras de construcción vayan avanzando, la compañía se compromete a pagar una comisión de convenio a partir del 1 de enero del año 2, equivalente a 1% anual sobre la parte no utilizada de la cantidad comprometida para el préstamo. Esta comisión será pagadera cuando las cantidades se "retiren", salvo en la primera disposición.

Las obras de construcción de las unidades comenzarán en el otoño del año 1. El primer pago a los contratistas debe efectuarse el 1 de enero del año 2; en ese momento, el compromiso y el contrato del préstamo entrarán en vigor y la compañía hará su primera disposición para entregar un pago a los contratistas por la cantidad de 800 000 dólares. A medida que la construcción vaya avanzando, se efectuarán pagos adicionales a los contratistas por medio del retiro de las cantidades remanentes del préstamo como sigue (los pagos a los contratistas se realizan en las mismas fechas en que se retiran las cantidades del préstamo):

1 de abril, año 2	500 000 dls.	31 de diciembre, año 2	100 000 dls.
1 de julio, año 2	300 000 dls.	1 de abril, año 3	100 000 dls.

Debido a las condiciones meteorológicas, las unidades funcionarán del 1 de abril al 30 de noviembre de cada año. El programa de construcción permitirá la terminación de la primera de las dos unidades (capaz de manejar 5 000 000 de barriles) a tiempo para que pueda usarse en la temporada de embarques del año 2. La segunda unidad (capaz de manejar otros 3 000 000 de barriles) se terminará a tiempo para la temporada del año 3. Se espera que las dos unidades juntas manejen 5 000 000 de barriles durante la temporada del año 2. De ahí en adelante, se espera que los barriles embarcados aumenten cada año subsiguiente en 300 000 barriles hasta alcanzar la cantidad de 6 500 000 barriles. Los ingresos de la empresa se derivan de que ésta cobra sus servicios a los consignatarios de la bebida a una tasa fija por barril cargado. Todos los ingresos se cobran en el mes del embarque. Basada en experiencia con instalaciones semejantes, Miller Company espera que las utilidades de operación promedien 0.04 dólares por barril antes de los cargos por intereses, comisiones de financiamiento y depreciación. La depreciación es igual a 0.03 dólares por barril.

Se requiere:

Prepare un pronóstico de efectivo para cada uno de los tres años calendario: años 2, 3 y 4. Evalúe la suficiencia del efectivo obtenido de la emisión de acciones de capital, disposiciones del préstamo y la unidad de operación para cubrir los pagos en efectivo a los contratistas y el acreedor (principal e intereses).

COMPROBACIÓN
Efectivo final:
Año 2, 1 929 000 dólares
Año, 3 254 500 dólares

CASO 9-3

Preparación de un pronóstico de efectivo para una empresa que tiene dificultades económicas

Royal Company ha incurrido en pérdidas considerables desde hace varios años y es insolvente. El 31 de marzo del año 5, Royal solicita la protección de un tribunal contra sus acreedores y envía el siguiente balance general:

ROYAL COMPANY

Balance general

31 de marzo del año 5

	Valor en libros	Valor de liquidación
Activo		
Cuentas por cobrar	$100 000	$ 50 000
Inventarios	90 000	40 000
Planta y equipo	150 000	160 000
Total del activo	$340 000	$250 000
Pasivo y capital de los accionistas		
Cuentas por pagar, acreedores generales	$600 000	
Acciones comunes	60 000	
Utilidades retenidas	(320 000)	
Total del pasivo y capital	$340 000	

La gerencia de Royal informa al tribunal que la compañía ha creado un nuevo producto y que un cliente en perspectiva está dispuesto a firmar un contrato por la compra de 10 000 unidades (al precio de 90 dólares por unidad) durante el año que termina el 31 de marzo del año 6, 12 000 unidades durante el año que termina el 31 de marzo del año 7 y 15 000 unidades durante el año que termina el 31 de marzo del año 8. El producto puede fabricarse en las instalaciones actuales de Royal. Se espera que la producción mensual con entrega inmediata sea uniforme a lo largo de cada año. Se espera que las cuentas por cobrar se liquiden durante el mes calendario siguiente a las ventas. Los costos unitarios de producción del nuevo producto son:

Materiales directos.........20 dls. Mano de obra directa ....30 dls. Gastos indirectos variables........ 10 dls.

Los costos fijos (excluida la depreciación) ascienden a 130 000 dólares al año. Las compras de materiales directos se pagan durante el mes calendario siguiente a la compra. Los costos fijos, la mano de obra directa y los gastos indirectos variables se pagan en el momento en que se incurre en ellos. El inventario de materiales directos es igual a 60 días de utilización. Después del primer mes de operaciones, durante el cual Royal ordenará un suministro para 90 días, se hará cada mes un pedido de materiales directos equivalente a 30 días de utilización.

Los acreedores han accedido a reducir sus reclamaciones totales a 60% de sus saldos al 31 de marzo del año 5, con dos condiciones:

1. Que las cuentas por cobrar e inventarios existentes se liquiden de inmediato y que el producto de la venta se entregue a los acreedores.
2. Que el saldo remanente en las cuentas por pagar se pague a medida que se produzca efectivo a partir de las operaciones futuras, pero en ningún caso deberá pagarse después del 31 de marzo del año 7. No se pagan intereses sobre estas obligaciones.

De conformidad con dicha propuesta, los acreedores recibirían 110 000 dólares más que el valor actual de liquidación de los activos de Royal. El tribunal le encarga a usted que determine la viabilidad de tal propuesta.

Se requiere:

Prepare un pronóstico de efectivo para los años que terminan el 31 de marzo de los años 6 y 7. Pase por alto la necesidad de pedir y pagar préstamos de fondos a corto plazo para efectos de capital de trabajo e indique el monto de efectivo que espera se encuentre disponible para pagar a los acreedores, los pagos reales a los acreedores, y el efectivo que queda después de pagar a los acreedores.

COMPROBACIÓN

Saldo final de efectivo:
Año 6, 75 000 dólares
Año 7, 15 000 dólares

(Adaptado de AICPA)

CASO 9-4

Análisis exhaustivo de una solicitud de préstamo

Usted es funcionario de crédito del Pacific Bank. El director de crédito le envía la siguiente información financiera seleccionada al 30 de septiembre del año 6, correspondiente a Union Corporation, que ha presentado una solicitud de préstamo:

Activo circulante	
Efectivo	$12 000
Cuentas por cobrar	10 000
Inventario	63 600
Planta y equipo, neto	100 000
Pasivo total	0
Ventas reales	
Septiembre, año 6	40 000
Ventas pronosticadas	
Octubre, año 6	48 000
Noviembre, año 6	60 000
Diciembre, año 6	80 000
Enero, año 7	36 000

En cuanto a las ventas, 75% es al contado y 25% a plazos. Las cuentas por cobrar se liquidan en su totalidad durante el mes siguiente a la venta. Por ejemplo, el saldo de cuentas por cobrar de 10 000 dólares del 30 de septiembre del año 6 equivale a 25% de las ventas de septiembre, de las cuales 10 000 dólares se pagan en octubre. La utilidad bruta promedia 30% de las ventas *antes* de los descuentos en las compras. Por lo tanto, el costo bruto de facturación de los bienes vendidos es de 70% de las ventas. Union Corporation mantiene 30 000 dólares en inventarios más inventario suficiente para atender las ventas anticipadas del mes siguiente. Los términos de compra son 2/10, n/30. Puesto que las compras se realizan a principios de cada mes y se toman todos los descuentos, los pagos se efectúan sistemáticamente en el mes de la compra.

Los sueldos y salarios promedian 15% de las ventas, el alquiler promedia 5% de las ventas y todos los demás gastos (salvo la depreciación) promedian 4% de las ventas. Estos gastos se pagan al contado en el momento en que se incurre en ellos. El gasto de depreciación es de 750 dólares mensuales y se calcula en línea recta. Los gastos en equipo se pronostican en 600 dólares en octubre y 400 dólares en noviembre. La depreciación de estas nuevas inversiones en equipo no se registra sino hasta el año 7. Union Corporation mantiene un saldo mínimo en efectivo de 8 000 dólares. Los préstamos se consiguen a principios del mes y se pagan a finales del mes, ambos en múltiplos de 1 000 dólares (excluidos los intereses). Los intereses se pagan al mismo tiempo que el capital y equivalen a una tasa de 6% anual.

Se requiere:

a) El director de crédito le solicita que prepare las siguientes tablas correspondientes a los meses de octubre, noviembre y diciembre, así como para los tres meses en total (trimestre) que terminan en diciembre del año 6:
   1) Entradas de efectivo totales estimadas.
   2) Desembolsos en efectivo estimados para compras (las compras equivalen a 70% de las ventas del mes siguiente).
   3) Total de desembolsos en efectivo estimados para gastos de operación.
   4) Total de desembolsos en efectivo estimados.
   5) Entradas netas de efectivo y desembolsos estimados.
   6) Financiamiento requerido estimado.

b) Para los tres meses (trimestre) que terminan en diciembre del año 6, prepare un:
   1) Estado de resultados proyectado (pase por alto los impuestos).
   2) Balance general proyectado.

CAPÍTULO DIEZ

10 ANÁLISIS DE CRÉDITO

RETROSPECTIVA

El capítulo 9 se centra en la pronosticación y el análisis pro forma de los estados financieros. Asimismo, se demuestra la importancia de pronosticar para la valuación de los títulos.

EN ESTE CAPÍTULO



Este capítulo comienza con herramientas adicionales para evaluar la liquidez a corto plazo. Se explica la liquidez y se describen las herramientas de análisis que sirven para sintetizar diferentes aspectos de ésta. La atención se dirige a las razones basadas en la contabilidad, la rotación y las mediciones de liquidez de las actividades de operación. Este capítulo también se centra en la estructura del capital y sus implicaciones en la solvencia. De igual manera, se analiza la importancia del apalancamiento financiero y sus efectos en el riesgo y el rendimiento. También se describen los valores en libros y las mediciones de cobertura de las utilidades, así como su interpretación.

MÁS ADELANTE



En el capítulo 11 se hace hincapié tanto en el análisis basado en las utilidades como en la valuación del capital. El análisis basado en las utilidades se centra en la evaluación del poder de generar utilidades. Por otra parte, el examen de la valuación del capital se centra en los problemas de calcular los valores de la empresa y pronosticar las utilidades.

OBJETIVOS DEL ANÁLISIS

- Explicar la importancia de la liquidez, y describir las mediciones de liquidez del capital de trabajo, así como los componentes de éstas.
- Interpretar la razón del circulante y las mediciones de liquidez basadas en el efectivo.
- Analizar el ciclo de operación y las mediciones de liquidez de la rotación, al igual que la interpretación de éstas.
- Ilustrar el análisis condicional para evaluar los cambios en las condiciones y políticas de la empresa.
- Describir la estructura del capital y su relación con la solvencia.
- Explicar el apalancamiento financiero y sus implicaciones en el desempeño y análisis de la empresa.
- Analizar los ajustes a los valores contables en libros para evaluar la estructura del capital.
- Describir las herramientas de análisis para evaluar e interpretar la composición de la estructura del capital y para evaluar la solvencia.
- Analizar la composición de los activos y la cobertura para el análisis de solvencia.
- Explicar el análisis de las utilidades y la cobertura y su relevancia en la evaluación de la solvencia.
- Describir el riesgo y el rendimiento de la estructura del capital y su relevancia en el análisis de los estados financieros.
- Interpretar las calificaciones de las obligaciones de deuda de las organizaciones (apéndice 10A).
- Describir los modelos de predicción de problema financiera (apéndice 10B).

¿Conceder crédito a GM constituye un riesgo?

Nueva York. Durante las épocas de auge económico, el apalancamiento ayuda a las empresas a aprovechar al máximo el dinero con que cuentan. Pero si el crecimiento se evapora, el endeudamiento, alguna vez manejable, se convierte en un lastre para las utilidades.

General Motors (GM) constituye un ejemplo de lo anterior. La participación de mercado en descenso, aunada a los pagos mayores sobre los fondos prestados, las pensiones y los gastos médicos, ocasionaron que en 2005 los bonos de GM se degradaran a la categoría de basura. El efecto sobre GM es costos más altos de intereses y menos fuentes de financiamiento; muchos fondos de inversión tienen prohibido adquirir bonos que se ubiquen por debajo del "grado de inversión".

De manera más general, las agencias calificadoras del crédito redujeron drásticamente la calificación crediticia de las empresas cuando la economía se desaceleró a principios de la primera década del siglo XXI. Los descensos de categoría aumentaron a niveles históricos y elevaron los costos del endeudamiento empresarial.

Las agencias calificadoras ejercen actualmente una supervisión más rigurosa. "Hemos acelerado e intensificado nuestro proceso de revisión del crédito", afirma el director ejecutivo de Standard & Poor's. S&P ahora dedica más tiempo a examinar las cuentas de las empresas y ha ampliado su revisión para incluir a clientes y competidores. Las empresas calificadoras también están prestando más atención a los precios de las acciones y los bonos corporativos como señales tempranas de problemas empresariales.

Las agencias calificadoras ejercen actualmente una supervisión más rigurosa.

¿Cuánto endeudamiento es demasiado? Un buen punto de partida es el estudio del capital, que generalmente se mide como la deuda a largo plazo más el capital de los accionistas. Como regla general, la deuda debe representar preferiblemente menos de 50% del capital. Pero esta regla tiene que ajustarse para comparar a las compañías con sus competidores. Por ejemplo, en industrias cíclicas, como las del papel y los productos químicos, donde los ingresos pueden fluctuar de manera muy pronunciada, es mejor tener menos deuda.

En el caso de GM, Fitch Ratings hizo el siguiente comentario sobre el descenso de categoría en cuanto a la calificación crediticia de GM: "Las dificultades de GM se han agravado por la estructura alta e inflexible de sus costos, la implacable competencia en los precios, la continua expansión de la industria y la excesiva capacidad instalada, así como por los crecientes costos de las materias primas y el costo financiero de las prestaciones para los jubilados. Además, esto ha ocurrido en medio de un entorno relativamente favorable de crecimiento económico." En este capítulo se examinan estas calificaciones crediticias en el contexto más general del análisis de crédito.

PRESENTACIÓN DEL CAPÍTULO 10

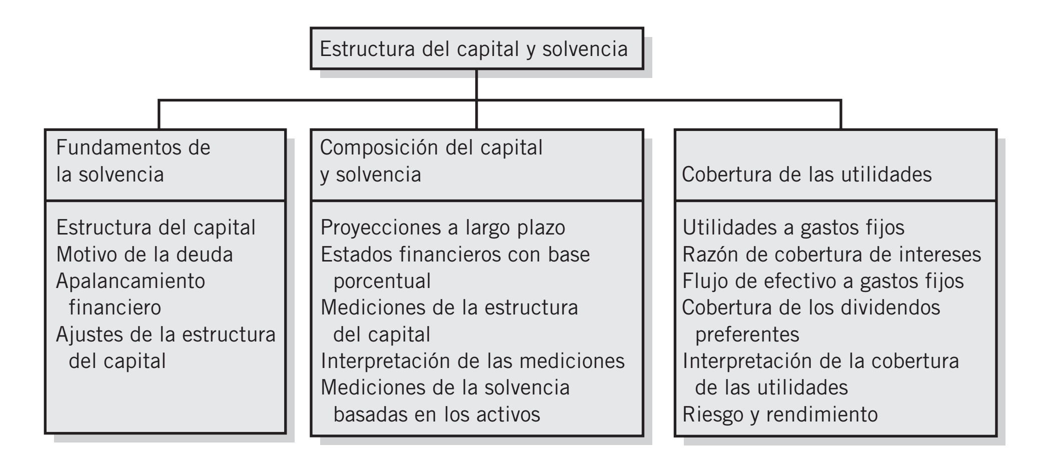
Liquidez se refiere a la disponibilidad de los recursos de una compañía para satisfacer necesidades de efectivo a corto plazo. El riesgo de liquidez a corto plazo de una compañía se ve afectado por la oportunidad de las entradas y salidas de efectivo junto con las perspectivas de desempeño en el futuro. El análisis de la liquidez está dirigido a las actividades de operación de las empresas, la capacidad de generar utilidades a partir de la venta

Liquidez

- Liquidez y capital de trabajo
  - Activo circulante
  - Pasivo circulante
  - Capital de trabajo
  - Razón del circulante
  - Razones basadas en el efectivo
- Actividades de operación
  - Liquidez de las cuentas por cobrar
  - Rotación de inventarios
  - Liquidez del pasivo circulante
- Otras mediciones de la liquidez
  - Composición de activos
  - Índice de liquidez
  - Razón de la prueba del ácido
  - Mediciones del flujo de efectivo
  - Flexibilidad financiera
  - MD&A
  - Análisis condicional (escenarios)

de los productos y servicios, y las necesidades y mediciones del capital de trabajo. En la sección 1 de este capítulo se describen varias herramientas de análisis de los estados financieros que se emplean para evaluar el riesgo de liquidez. Se comienza con una exposición de la importancia de la liquidez y su relación con el capital de trabajo. Asimismo, se explican e interpretan algunas razones útiles tanto del capital de trabajo como del ciclo de operación de la compañía para evaluar la liquidez. También se explican los posibles ajustes a estas herramientas de análisis y a las cifras fundamentales de los estados financieros. Esta sección concluye con el análisis condicional de los cambios en las condiciones o estrategias de una compañía.

Solvencia se refiere a la viabilidad financiera a largo plazo de una compañía y su capacidad de cubrir sus obligaciones en el largo plazo. Todas las actividades comerciales de una compañía (financiamiento, inversión y operación) afectan la solvencia de la misma. Uno de los componentes más importantes del análisis de la solvencia es la composición de la estructura del capital de la empresa. **Estructura del capital** se refiere a las fuentes de financiamiento de una compañía y los atributos económicos de ésta. En la sección 2 de este capítulo se describe la estructura del capital y se explica su importancia para el análisis de la solvencia. Puesto que la solvencia depende del éxito en las actividades de operación, se examinan las utilidades y la capacidad de éstas de *cubrir*



gastos importantes y necesarios de la compañía. Se describen diversas herramientas de análisis de la solvencia, entre otras las mediciones del apalancamiento, los ajustes contables analíticos, el análisis de la estructura del capital y las mediciones de utilidades y cobertura. Estas herramientas de análisis se demuestran con datos provenientes de estados financieros. También se explica la relación entre el riesgo y el rendimiento inherentes a la estructura del capital de la empresa y las implicaciones de dicha relación en el análisis de los estados financieros.

SECCIÓN 1: LIQUIDEZ

La sección 1 se centra en la liquidez. La solvencia y la estructura del capital se consideran en la sección 2.

LIQUIDEZ Y CAPITAL DE TRABAJO

Liquidez es la capacidad de convertir activos en efectivo, o de obtener efectivo para cumplir con las obligaciones a corto plazo. De manera convencional, el *corto plazo* se considera como un periodo de hasta un año, aunque se le identifica con el ciclo normal de operación de una compañía (el periodo que abarca el ciclo de compra, producción, venta y cobranza).

La importancia de la liquidez se aprecia mejor si se piensa en las repercusiones que conlleva la incapacidad de una empresa de cumplir con las obligaciones a corto plazo. La liquidez es cuestión de grado. La falta de liquidez impide que una compañía aproveche descuentos favorables, u oportunidades lucrativas. Los problemas de liquidez más extremos reflejan la incapacidad de una

compañía de cubrir las obligaciones en el corto plazo. Esto puede provocar la venta forzada de inversiones y otros activos a precios reducidos y, en su forma más grave, la insolvencia y la quiebra.

Para los accionistas de una compañía, la falta de liquidez puede predecir la pérdida del control por parte de los propietarios, o la pérdida de inversiones de capital. Cuando los dueños de una compañía poseen responsabilidad ilimitada (negocios de propietario único y ciertas sociedades), la falta de liquidez pone en riesgo los activos personales. Para los acreedores de una compañía, la falta de liquidez genera demoras en la cobranza de los pagos de intereses y capital, o la pérdida de las cantidades adeudadas. Los clientes y proveedores de productos y servicios de una compañía también se ven afectados por los problemas de liquidez en el corto plazo. Las consecuencias incluyen la incapacidad de la compañía para ejecutar contratos y los daños en las relaciones con clientes y proveedores importantes.

Estas situaciones destacan los motivos por los que las mediciones de la liquidez revisten suma importancia en el análisis de una empresa. Si la compañía incumple sus obligaciones a corto plazo, la continuidad de su existencia se pone en duda. Desde este punto de vista, todas las demás mediciones de análisis son de importancia secundaria. Aunque las mediciones contables suponen la existencia indefinida de la compañía, el análisis siempre debe evaluar la validez de esta suposición usando mediciones de liquidez y solvencia.

El capital de trabajo es una medida de la liquidez que se emplea comúnmente. El **capital de trabajo** se define como el excedente de activo circulante con respecto al pasivo circulante. Es importante como una medida de los activos líquidos que constituyen una especie de red de seguridad para los acreedores. También es importante en la medida de la reserva líquida disponible para hacer frente a las contingencias y las incertidumbres que rodean al equilibrio entre entradas y salidas de efectivo de una compañía.

Activo y pasivo circulante

El **activo circulante** se compone del efectivo y otros activos que, dentro de lo razonable, se espera que 1) se perciban en efectivo, o 2) se vendan o consuman en menos de un año (o el ciclo normal de operación de la compañía si éste es mayor que un año). Las cuentas del balance general que típicamente se incluyen dentro del activo circulante son: efectivo, valores negociables que se vencen dentro del próximo ejercicio fiscal anual, cuentas por cobrar, inventarios y gastos prepagados. El **pasivo circulante** está compuesto por obligaciones que se espera queden satisfechas en un periodo relativamente corto, por lo general de un año. De un modo específico, el pasivo circulante incluye las cuentas por pagar, los pagarés, los préstamos bancarios a corto plazo, los impuestos por pagar, los gastos acumulados y la parte con vencimiento a corto plazo de la deuda a largo plazo.

El análisis debe determinar si todas las obligaciones a corto plazo que tienen probabilidades razonablemente altas de que se paguen finalmente se manifiestan en el pasivo circulante. La exclusión de estas cuentas del pasivo circulante afecta el análisis del capital de trabajo. Tres observaciones comunes son:

1. Pasivos contingentes relacionados con las garantías de los préstamos. Se necesita evaluar la probabilidad de que esta contingencia se concrete cuando se calcula el capital de trabajo.
2. Pagos mínimos de alquiler en el futuro, de conformidad con contratos de arrendamiento de operación que no pueden cancelarse.
3. Los contratos para la construcción o adquisición de activos a largo plazo suelen exigir pagos progresivos considerables. Estas obligaciones de pago se expresan en las notas al pie como "compromisos" y *no* como pasivos en el balance general. Al calcular el capital de trabajo, el análisis debe incluir comúnmente estos compromisos.

También debe reconocerse que los activos de impuestos diferidos (débitos) no son activos circulantes en mayor grado que los pasivos de impuestos diferidos (créditos) son pasivos circulantes. Los primeros no siempre representan entradas de efectivo en la forma de devoluciones de impuestos. Estos activos generalmente sirven para reducir el pago del impuesto sobre utilidades en el futuro. Una excepción la constituye el caso de los valores trasladables a ejercicios anteriores por pérdidas netas de operación. De manera semejante, los pasivos de impuestos diferidos no

siempre representan salidas de efectivo en el futuro. Son ejemplos de esto las diferencias temporales de carácter recurrente (como la depreciación) que no necesariamente resultan en pago de impuestos debido a que las diferencias reversibles quedan compensadas por diferencias de origen iguales o mayores.

Medida de la liquidez del capital de trabajo

Los contratos de préstamos y escrituras de emisión de bonos a menudo contienen estipulaciones para el mantenimiento de niveles mínimos del capital de trabajo. Los analistas financieros evalúan la magnitud del capital de trabajo para propósitos relacionados con decisiones y recomendaciones de inversión. Los organismos gubernamentales calculan agregados del capital de trabajo de las compañías para establecer medidas de regulación y políticas. Además, los estados financieros publicados distinguen entre activos y pasivos circulantes y a largo plazo como respuesta a éstas y otras necesidades de los usuarios.

Sin embargo, el monto del capital de trabajo es más apropiado para las decisiones de los usuarios cuando se relaciona con otras variables financieras fundamentales, como las ventas o el activo total. Tiene valor limitado para efectos de comparación directa y para evaluar la suficiencia del capital de trabajo. Esto se observa en el ejemplo 10.1.

EJEMPLO 10.1

Las siguientes dos compañías tienen una cantidad igual de capital de trabajo. Sin embargo, una comparación rápida de la relación de activo circulante a pasivo circulante indica que la posición del capital de trabajo de la compañía A es superior a la de la compañía B.

	Compañía A	Compañía B
Activo circulante	300 000	1 200 000
Pasivo circulante	(100 000)	(1 000 000)
Capital de trabajo	200 000	200 000

Medida de la liquidez de la razón del circulante

El ejemplo anterior subraya la necesidad de tomar en consideración el capital de trabajo *relativo*. Esto es, un excedente de 200 000 dólares en capital de trabajo produce una conclusión diferente para una compañía que tiene 300 000 dólares en activo circulante que para otra compañía que tiene 1 200 000 dólares en activo circulante. Una medida relativa que se usa comúnmente en la práctica es la razón del circulante. La **razón del circulante** se define como:

$$\text{Razón del circulante} = \frac{\text{Activo circulante}}{\text{Pasivo circulante}}$$

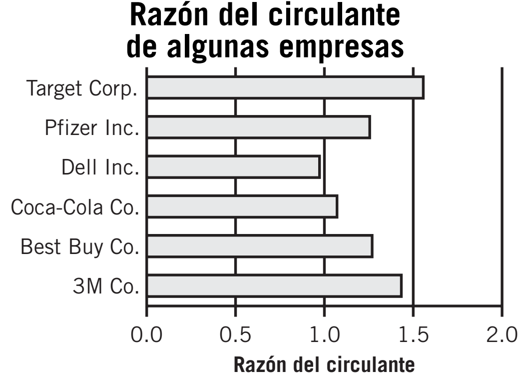
En el ejemplo 10.1, la razón del circulante es 3:1 (300 000 dls./100 000 dls.) para la compañía A y 1.2:1 (1 200 000 dls./1 000 000 dls.) para la compañía B. Esta razón revela una situación diferente para las compañías A y B. La capacidad de diferenciar entre compañías con base en la liquidez explica el uso generalizado de la razón del circulante.

Relevancia de la razón del circulante

Las razones que explican el uso tan generalizado de la razón del circulante como medida de la liquidez incluyen su capacidad de medir:

- **Cobertura del pasivo circulante.** Cuanto más alta sea la cantidad (múltiplo) de activo circulante a pasivo circulante, tanto mayor será la seguridad de que el pasivo circulante podrá pagarse.

- **Amortiguador de pérdidas.** Cuanto mayor sea el amortiguador, tanto menor será el riesgo. La razón del circulante muestra el margen de seguridad disponible para cubrir la reducción en los valores de los activos a corto plazo no en efectivo, cuando finalmente se disponga de ellos, o se liquiden.
- **Reserva de fondos líquidos.** La razón del circulante es relevante como medida del margen de seguridad contra ciertas incertidumbres y conmociones aleatorias en los flujos de efectivo de una compañía. Las incertidumbres y conmociones, como las huelgas y las pérdidas extraordinarias, afectan temporal e inesperadamente los flujos de efectivo.



Aunque la razón del circulante es una medida apropiada y útil de la liquidez y la solvencia a corto plazo, está sujeta a ciertas limitaciones que se deben conocer. En consecuencia, antes de describir la utilidad de la razón del circulante para el análisis, se explican sus limitaciones.

Limitaciones de la razón del circulante

El primer paso para evaluar con sentido crítico la razón del circulante como herramienta del análisis de la liquidez y la solvencia a corto plazo consiste en examinar tanto el numerador como el denominador de la fórmula. Si *liquidez* se define como la capacidad de hacer frente a las salidas de efectivo con entradas de efectivo suficientes, incluida una reserva para reducciones inesperadas en las entradas o aumentos imprevistos en las salidas, es acertado preguntarse: ¿La razón del circulante expresa estos factores importantes de la liquidez? De un modo específico, la razón del circulante:

- ¿Mide y pronostica la pauta de las futuras entradas y salidas de efectivo?
- ¿Mide la suficiencia de las futuras entradas de efectivo en relación con las salidas?

La respuesta a estas dos preguntas generalmente es no. La razón del circulante es una medida estática de los recursos disponibles en un momento dado para cumplir las obligaciones a corto plazo. La reserva actual de recursos de efectivo no tiene relación lógica o causal con las entradas de efectivo futuras. Sin embargo, las entradas de efectivo futuras son el mayor indicador de la liquidez. Dichas entradas de efectivo dependen de factores que se excluyen de esta razón, como son las ventas, los gastos en efectivo, las utilidades y los cambios en las condiciones de la empresa. Para aclarar estas limitaciones, es necesario examinar con mayor detenimiento cada uno de los componentes de la razón del circulante.

Numerador de la razón del circulante

Cada uno de los componentes del activo circulante y sus implicaciones en el análisis se explica usando la razón del circulante.

Efectivo y equivalentes de efectivo. El efectivo que mantiene en caja una compañía bien administrada es, sobre todo, una reserva precautoria que tiene el objetivo de brindar protección contra desequilibrios en el efectivo a corto plazo. Por ejemplo, las ventas pueden disminuir con mayor rapidez que los desembolsos de efectivo para compras y gastos si la empresa atraviesa por una situación mala y requiere la disponibilidad de los excedentes de efectivo. Como el efectivo es un activo que no genera utilidades y los equivalentes de efectivo son, por lo general, valores de bajo rendimiento, las empresas tratan de mantener al mínimo su inversión en estos activos. El saldo de efectivo tiene poca relación con el nivel existente de la actividad empresarial y es improbable que lleve connotaciones de pronosticación. Además, muchas empresas dependen de los sustitutos de efectivo, como las líneas de crédito abiertas, que no entran en el cálculo de la razón del circulante.

Títulos y valores negociables. El efectivo que queda después de constituir la reserva precautoria a menudo se gasta en valores de inversión cuyo rendimiento supera al de los equivalentes de efectivo. Es razonable considerar que estas inversiones están disponibles para liquidar el pasivo circulante. Puesto que los valores de inversión se registran a valor justo (véase el capítulo 4), se

elimina una buena parte de las conjeturas que implica el cálculo del valor realizable neto de estos títulos. El análisis tiene que reconocer que mientras más alejada esté la fecha del balance general de la fecha del análisis, mayor será la probabilidad de que existan cambios no registrados en los valores justos de estas inversiones.

Cuentas por cobrar. Uno de los determinantes más importantes de las cuentas por cobrar lo constituyen las ventas. La relación entre cuentas por cobrar y ventas está regida por las políticas de crédito y los métodos de cobranza. Los cambios en las cuentas por cobrar corresponden a cambios en las ventas, aunque no necesariamente de forma directamente proporcional. El análisis de las cuentas por cobrar como fuente de efectivo tiene que reconocer, excepto en la liquidación, el carácter revolvente de este activo. Esto es, la cobranza de una cuenta va seguida de una nueva extensión de crédito. En consecuencia, el nivel de las cuentas por cobrar no es una medida de las entradas netas de efectivo en el futuro.

Inventarios. Como ocurre con las cuentas por cobrar, el principal determinante de los inventarios lo constituyen las ventas o las ventas esperadas, no el nivel del pasivo circulante. Puesto que las ventas son una función de la oferta y la demanda, los métodos de administración del inventario (como las cantidades económicas de pedido, los niveles de seguridad de las existencias y los puntos de reposición de pedidos) mantienen las variaciones de los aumentos en los inventarios no en proporción con la demanda sino con base en cantidades menores. La relación entre inventarios y ventas queda subrayada por la observación de que las ventas inician la conversión de los inventarios en efectivo. La determinación de las entradas de efectivo futuras a partir de la venta de los inventarios depende del margen de utilidad que puede realizarse puesto que los inventarios se registran al valor que resulte menor entre costo y mercado. La razón del circulante no reconoce el nivel de ventas o el margen de utilidad; sin embargo, ambos son determinantes significativos de las entradas de efectivo futuras.

Gastos prepagados. Los gastos prepagados son erogaciones para beneficios futuros. En virtud de que estos beneficios comúnmente se reciben antes de que se cumpla un año de ciclo de operación de la empresa, ellos protegen el desembolso de los fondos corrientes. Los gastos prepagados son generalmente menores en relación con otros activos circulantes. Sin embargo, el análisis debe tomar en cuenta la tendencia de las empresas con posiciones actuales débiles a incluir los cargos diferidos y otras partidas de dudosa liquidez en los gastos prepagados. Estas partidas deben excluirse del cálculo del capital de trabajo y la razón del circulante.

Denominador de la razón del circulante

El pasivo circulante es el centro de atención de la razón del circulante. Constituye una fuente de efectivo del mismo modo que las cuentas por cobrar y los inventarios usan efectivo. El pasivo circulante o de corto plazo es determinado sobre todo por las ventas, y la capacidad de una empresa de pagar puntualmente es el objeto de las mediciones del capital de trabajo. Por ejemplo, puesto que las compras que dan origen a las cuentas por pagar son una función de las ventas, las cuentas por cobrar varían con las ventas. Siempre que las ventas permanezcan constantes o aumenten, el pago del pasivo circulante es una actividad de refinanciamiento. En este caso, los componentes de la razón del circulante conceden poco o ningún reconocimiento a esta actividad o a sus efectos en los flujos de efectivo futuros. Además, el pasivo circulante que interviene en el cálculo de la razón del circulante no incluye los desembolsos de efectivo en perspectiva, como son, por ejemplo, ciertos compromisos previstos en contratos de construcción, préstamos, arrendamientos y pensiones.

Uso de la razón del circulante en el análisis

Con base en la explicación de la razón del circulante, se pueden sacar por lo menos tres conclusiones:

1. La liquidez depende, en gran medida, de los flujos de efectivo *en perspectiva* y en menor medida del nivel del efectivo y los equivalentes de efectivo.

2. No existe relación directa entre los saldos de las cuentas del capital de trabajo y las probables pautas de los flujos de efectivo futuros.
3. Las políticas gerenciales relativas a las cuentas por cobrar y los inventarios están dirigidas principalmente a la utilización eficiente y rentable de los activos y, en segundo término, a la liquidez.

Estas conclusiones no son buenos indicios para la razón del circulante como herramienta de análisis y habría que preguntarse cuáles son las razones de su amplio uso en el análisis. Las razones para usar la razón del circulante incluyen la facilidad para entenderla, la sencillez del cálculo y la disponibilidad de los datos. Su uso también se deriva de la propensión de los acreedores (en especial los banqueros) a considerar las situaciones de crédito como condiciones de último recurso. Se preguntan: ¿Qué pasaría si hubiera una interrupción completa de entradas de efectivo? ¿El activo circulante bastaría para pagar el pasivo circulante? Este análisis extremo no siempre es una forma útil de evaluar la liquidez. Hay otros dos puntos que son relevantes. Primero, el análisis de la liquidez a corto plazo y la solvencia tiene que reconocer la superioridad relativa de las proyecciones de los flujos de efectivo y los estados financieros pro forma frente a la razón del circulante. Estos análisis requieren información que no se consigue fácilmente en los estados financieros, incluyendo la estimación de la demanda de los productos (véase capítulo 9). Segundo, si el análisis usa la razón del circulante como medida estática de la capacidad del activo circulante de satisfacer el pasivo circulante, hay que reconocer que éste es un concepto diferente de liquidez del que se describió anteriormente. En este contexto, la liquidez es la facilidad y rapidez con que el activo circulante se convierte en efectivo y el grado de esta conversión produce una reducción en los valores del activo circulante.

No se trata de rechazar la razón del circulante como herramienta de análisis. Sin embargo, es importante conocer su uso apropiado. Además, no hay "ajuste" para rectificar sus limitaciones. En consecuencia, ¿en qué actividad se puede aplicar la razón del circulante? El uso pertinente de la razón del circulante es sólo medir la capacidad del activo circulante de pagar el pasivo circulante. Además, el excedente del activo circulante, si lo hay, se puede considerar como el superávit líquido disponible para enfrentar desequilibrios en el flujo de los fondos y otras contingencias. Estos dos usos se aplican con la conciencia de que la razón del circulante supone la liquidación de la empresa. Esto contrasta con la situación habitual de un negocio en marcha, donde el activo circulante es de carácter revolvente (por ejemplo, nuevas cuentas por cobrar sustituyen a las cuentas ya cobradas) y el pasivo circulante tiene carácter de refinanciamiento (por ejemplo, nuevas cuentas por pagar cubren las cuentas ya vencidas).

Siempre que se aplique la razón del circulante de la manera descrita, hay dos elementos que deben evaluarse y medirse antes de que la razón del circulante sea útil para formar la base del análisis:

1. La calidad del activo y el pasivo circulantes.
2. El índice de rotación del activo y el pasivo circulantes; esto es, el tiempo necesario para convertir las cuentas por cobrar y los inventarios en efectivo y para pagar el pasivo circulante.

Hay varios ajustes, razones y otras herramientas de análisis para realizar estas evaluaciones y mejorar el uso de la razón del circulante (véanse páginas subsecuentes). El resto de esta sección describe las aplicaciones apropiadas de la razón del circulante en la práctica.

Análisis comparativo

El análisis de la tendencia de la razón del circulante suele ser esclarecedor. Sin embargo, los cambios en la razón del circulante a través del tiempo deben interpretarse con precaución. Los cambios en esta razón no necesariamente implican cambios en la liquidez o en el desempeño de operación. Por ejemplo, durante una recesión, una empresa podría seguir pagando su pasivo circulante mientras que los inventarios y las cuentas por cobrar se acumulan, lo que produciría un aumento en la razón del circulante. A la inversa, en un periodo de auge, los aumentos en los impuestos por pagar pueden reducir la razón del circulante. La expansión que a menudo acompaña

el éxito en las operaciones de una empresa puede crear necesidades mayores de capital de trabajo. Esta "presión de la prosperidad" en la liquidez disminuye la razón del circulante y es el resultado de la expansión empresarial que no va acompañada de un aumento en el capital de trabajo; véase el ejemplo 10.2.

EJEMPLO 10.2

En Technology Resources, Inc., el activo circulante se duplicó y el pasivo circulante se cuadruplicó *sin cambios* en el capital de trabajo. La prosperidad produjo presiones que se reflejaron en una baja de 50% en la razón del circulante.

	Año 1	Año 2
Activo circulante	300 000	600 000
Pasivo circulante	(100 000)	(400 000)
Capital de trabajo	200 000	200 000
Razón del circulante	3:1	1.5:1

Administración de razones

El análisis debe tratar de "administrar" la razón del circulante, proceso también conocido como *mejoramiento ficticio* (*maquillaje de cifras*). Hacia el cierre de un periodo, la gerencia presiona de vez en cuando para hacer efectiva la cobranza de las cuentas por cobrar, reducir el inventario por debajo de los niveles normales y retrasar las compras normales. El producto de estas actividades se usa para liquidar el pasivo circulante. El efecto de estas actividades es un aumento en la razón del circulante; véase el ejemplo 10.3.

EJEMPLO 10.3

Para aumentar la razón del circulante, Technology Resources, Inc., efectúa un pago antes de lo normal de 50 000 dólares del pasivo circulante.

	Antes del pago	Después del pago
Activo circulante	200 000	150 000
Pasivo circulante	(100 000)	(50 000)
Capital de trabajo	100 000	100 000
Razón del circulante	2:1	3:1

El análisis también debe ir más allá de las mediciones anuales y usar mediciones provisionales de la razón del circulante. El análisis provisional hace más difícil que la gerencia decida implementar un mejoramiento ficticio de la razón y permite evaluar los efectos estacionales en ésta. Por ejemplo, una sólida razón del circulante en diciembre puede ser engañosa si una compañía experimenta restricciones de crédito en su temporada pico durante julio.

Análisis por el método empírico (rule of thumb)

Uno de los métodos empíricos que se aplica con frecuencia es el que establece que si la razón del circulante es de 2:1 o mejor, una compañía es financieramente sólida, mientras que una razón por debajo de 2:1 indica riesgos crecientes de liquidez. La norma de 2:1 implica que hay 2 dólares de activo circulante disponible por cada dólar de pasivo circulante o, visto de otro modo, el valor del activo circulante puede reducirse en una liquidación hasta en 50% y de todos modos se cubre el pasivo circulante. Una razón del circulante mucho mayor que 2:1, aunque implica una

cobertura superior del pasivo circulante, puede ser síntoma del uso ineficiente de los recursos y un menor índice de rendimiento. La evaluación de la razón del circulante por cualquier método empírico es de dudoso valor por dos razones:

1. La calidad del activo circulante y la composición del pasivo circulante son más importantes para evaluar la razón del circulante (por ejemplo, dos compañías con razones del circulante idénticas presentan riesgos considerablemente diferentes debido a las variaciones en la calidad de los componentes del capital de trabajo).
2. Las necesidades de capital de trabajo varían con las condiciones de la industria y la duración del ciclo económico neto de una empresa.

Análisis del ciclo económico neto

Las necesidades de capital de trabajo de una empresa se ven afectadas por la inversión deseada en inventarios y la relación entre las condiciones de crédito de los proveedores y las que se extienden a los clientes. Estas consideraciones determinan el **ciclo económico neto** de una compañía. El cálculo del ciclo económico neto de una compañía se describe en el ejemplo 10.4.

EJEMPLO 10.4

A continuación se presenta información financiera seleccionada de Technology Resources para el final del año 1:

Ventas del año 1	$360 000
Cuentas por cobrar	40 000
Inventarios*	50 000
Cuentas por pagar†	20 000
Costo de los bienes vendidos (incluye depreciación por 30 000 dls.)	320 000

**El inventario inicial asciende a 100 000 dólares.*
†Éstas se relacionan con las compras incluidas en el costo de los bienes vendidos.

Se calcula que las compras de Technology Resources por día ascienden a:

Inventario final	$50 000
Costo de los bienes vendidos	320 000
	370 000
Menos: Inventario inicial	(100 000)
Costo de los bienes comprados y manufacturados	270 000
Menos: Depreciación en el costo de los bienes vendidos	(30 000)
Compras	$240 000

Compras por día = $240 000 ÷ 360 = 666.67 dólares

Entonces, el ciclo económico neto de Technology Resources se calcula así (en días):

$$\text{Cuentas por cobrar} = \frac{40\,000 \text{ dls.}}{360\,000 \text{ dls.} \div 360} = 40.00 \text{ días}$$

$$\text{Inventarios} = \frac{50\,000 \text{ dls.}}{320\,000 \text{ dls.} \div 360} = \underline{56.24} \text{ días}$$

$$96.24 \text{ días}$$

$$\text{Menos: cuentas por pagar} = \frac{20\,000 \text{ dls.}}{240\,000 \text{ dls.} \div 360} = \underline{30.00} \text{ días}$$

$$\text{Ciclo económico neto (días)} = \underline{\underline{66.24}} \text{ días}$$

El numerador y el denominador del ejemplo 10.4 se ajustan de manera sistemática. Específicamente, las cuentas por cobrar registradas en dólares de ventas se dividen entre las ventas por día; los inventarios registrados al costo se dividen entre el costo de los bienes vendidos por día; y las cuentas por pagar asentadas en dólares de compras se dividen entre las compras por día. En consecuencia, aunque las mediciones por día se expresan en bases diferentes, la estimación del ciclo económico neto es sistemática. Este análisis indica que Technology Resources tiene 40 días de ventas inmovilizados en cuentas por cobrar, mantiene 56 días de bienes disponibles en inventario y recibe sólo 30 días de compras como crédito de sus proveedores. Cuanto más largo sea el ciclo económico neto, tanto mayor será la necesidad de capital de trabajo. La reducción en el número de días de venta en cuentas por cobrar o en el costo de las ventas en inventarios disminuye las necesidades de capital de trabajo. Un aumento en el número de días de compras como crédito recibido de los proveedores reduce el capital de trabajo necesario. Las necesidades de capital de trabajo están determinadas por las condiciones y las prácticas de la industria. Las comparaciones que se realizan utilizando las razones del circulante de la industria y el análisis de las necesidades de capital de trabajo en el que se emplean mediciones del ciclo económico neto, son útiles en el análisis de la suficiencia del capital de trabajo de una compañía.

PUNTO DE VISTA DEL ANÁLISIS ***...USTED ES EL ACREEDOR***

International Machines Corporation (IMC) le solicita un préstamo de 2 millones de dólares a plazo de un año para financiar la expansión en el Reino Unido. Como parte del análisis del préstamo de IMC, usted calcula una razón del circulante de 4:1 sobre el activo circulante de casi 1.6 millones de dólares. El análisis de los competidores de la industria produce una razón promedio del circulante de 1.9:1. ¿Qué decisión tomaría respecto a la solicitud de préstamo de IMC usando esta información limitada? ¿Cambiaría su decisión si la solicitud de IMC fuera por un préstamo a 10 años?

Respuesta, página 541

Mediciones de la liquidez a través de las razones basadas en el efectivo

El efectivo y los equivalentes de efectivo son los activos circulantes más líquidos. En esta sección, se examinan las mediciones de la liquidez con razones basadas en el efectivo.

Razón de efectivo a activo circulante

La razón de los activos "cuasi-efectivo" al total del activo es una medida del grado de liquidez del activo circulante. Esta medida, conocida como **razón de efectivo a activo circulante**, se calcula así:

$$\frac{\text{Efectivo} + \text{Equivalentes de efectivo} + \text{Títulos negociables}}{\text{Pasivo circulante}}$$

Cuanto más grande sea la razón, tanto más líquido será el activo circulante.

Razón de efectivo a pasivo circulante

Otra razón que mide la suficiencia del efectivo es la **razón de efectivo a pasivo circulante**. Se calcula así:

$$\frac{\text{Efectivo} + \text{Equivalentes de efectivo} + \text{Títulos negociables}}{\text{Activo circulante}}$$

Esta razón mide el efectivo disponible para pagar las obligaciones corrientes. Se trata de una prueba rigurosa que pasa por alto el carácter de refinanciamiento del activo y el pasivo circulantes. Complementa la razón entre efectivo y activo circulante porque mide la disponibilidad del efectivo desde una perspectiva diferente. Considerar que esta razón es una extensión de la razón

de liquidez (véase el análisis posterior en este capítulo) es, excepto en casos extremos, una prueba demasiado estricta de la liquidez a corto plazo. No obstante, la importancia del efectivo como la máxima forma de liquidez no debe subestimarse. El historial de fracasos empresariales proporciona muchos ejemplos de compañías insolventes con activos considerables no en efectivo (tanto a corto como a largo plazo), y una incapacidad de pagar las obligaciones o de operar.

ANÁLISIS DE LIQUIDEZ DE LAS ACTIVIDADES DE OPERACIÓN

Las mediciones de liquidez de las actividades de operación son importantes en el análisis de crédito. En esta sección se examinan tres mediciones de las actividades de operación basadas en las cuentas por cobrar, el inventario y el pasivo circulante.

Mediciones de la liquidez de las cuentas por cobrar

Para la mayoría de las empresas que venden a crédito, las cuentas y los pagarés por cobrar son parte importante del capital de trabajo. Para evaluar la liquidez, incluida la calidad del capital de trabajo y la razón del circulante, es necesario medir la calidad y la liquidez de las cuentas por cobrar. Tanto la calidad como la liquidez de las cuentas por cobrar se ven afectadas por el índice de rotación. La *calidad* se refiere a la probabilidad de cobranza sin incurrir en pérdidas. Una medida de esta probabilidad es la proporción de cuentas por cobrar dentro de las condiciones de pago establecidas por la compañía. La experiencia muestra que mientras más tiempo queden impagadas las cuentas por cobrar después de su fecha de vencimiento, menor es la probabilidad de cobrarlas. El índice de rotación es un indicador de la antigüedad de las cuentas por cobrar. Este indicador es útil en particular cuando se compara con un índice de rotación esperado que se calcula usando las condiciones de crédito permitidas. La *liquidez* se refiere a la prontitud para convertir las cuentas por cobrar en efectivo. El índice de rotación de las cuentas por cobrar es una medida de esta rapidez.

Rotación de las cuentas por cobrar

La razón de **rotación de las cuentas por cobrar** se calcula así:

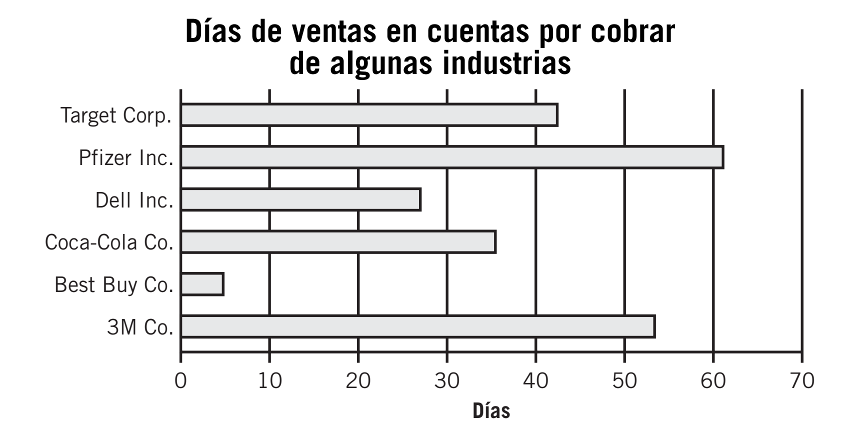
$$\frac{\text{Ventas netas a crédito}}{\text{Promedio de cuentas por cobrar}}$$

Los pagarés por cobrar de las ventas normales deben incluirse al calcular la rotación de las cuentas por cobrar. También deben incluirse solamente las ventas a crédito al calcular esta razón porque las ventas al contado no crean cuentas por cobrar. En virtud de que los estados financieros rara vez presentan por separado las ventas al contado y a crédito, el análisis a menudo implica el cálculo de esta razón usando las ventas netas totales (esto es, suponiendo que las ventas al contado son insignificantes). Si las ventas al contado no son insignificantes, esta razón resulta menos útil. Sin embargo, si la proporción entre ventas al contado y ventas totales es relativamente estable, las comparaciones año tras año de los cambios en la rotación de las cuentas por cobrar son confiables. La manera más directa de determinar el *promedio* de las cuentas por cobrar es sumar las cuentas por cobrar iniciales y finales para el periodo y dividir el resultado entre dos. Si se usan cifras mensuales o trimestrales, se obtienen estimaciones más precisas. Cuanto más fluctúen las ventas, tanto mayores serán las probabilidades de que esta razón se distorsione. El índice de rotación de las cuentas por cobrar indica la frecuencia, en promedio, con que las cuentas por cobrar cumplen un ciclo, es decir, la frecuencia con que se reciben y cobran durante el año. El ejemplo 10.5 ilustra lo anterior.

EJEMPLO 10.5

Consumer Electronics registra ventas de 1 200 000 dólares, cuentas por cobrar iniciales de 150 000 dólares y cuentas por cobrar a final del año de 250 000 dólares. El índice de rotación de las cuentas por cobrar se calcula de la siguiente manera:

$$\frac{1\,200\,000 \text{ dls.}}{(150\,000 \text{ dls.} + 250\,000 \text{ dls.}) \div 2} = \frac{1\,200\,000 \text{ dls.}}{200\,000} = 6$$



Días de ventas en cuentas por cobrar

Aunque el índice de rotación de las cuentas por cobrar mide la prontitud de las cobranzas y es útil para efectos de comparación, no es directamente comparable con las condiciones comerciales que una empresa extiende a sus clientes. Esta última comparación se hace convirtiendo el índice de rotación en días de ventas inmovilizados en las cuentas por cobrar. Los **días de ventas en cuentas por cobrar** miden el número de días que se necesitan en promedio para cobrar las cuentas con base en el saldo a final de año de las cuentas por cobrar. Se calcula dividiendo las cuentas por cobrar entre el promedio de ventas diarias como sigue:

$$\text{Días de ventas en cuentas por cobrar} = \text{Cuentas por cobrar} \div \frac{\text{Ventas}}{360}$$

A continuación, se efectúa el cálculo empleando datos de Consumer Electronics:[1]

$$\frac{\text{Cuentas por cobrar}}{\text{Promedio de ventas diarias}} = \frac{250\,000 \text{ dls.}}{(1\,200\,000 \text{ dls.}/360)} = \frac{250\,000 \text{ dls.}}{3\,333 \text{ dls.}} = 75 \text{ días}$$

Interpretación de las mediciones de liquidez de las cuentas por cobrar

Resulta útil comparar los índices de rotación de las cuentas por cobrar y los periodos de cobranza con los promedios de la industria, o con las condiciones de crédito otorgadas por la compañía. Cuando el periodo de cobranza se compara con las condiciones de venta permitidas por la compañía, es posible estimar en qué tan puntualmente pagan los clientes. Por ejemplo, si las condiciones normales de venta a crédito son 40 días, un periodo promedio de cobranza de 75 días refleja una o más de las siguientes condiciones:

- Trabajo de cobranza deficiente.
- Retrasos en los pagos de los clientes.
- Clientes con dificultades financieras.

La primera condición exige medidas correctivas por parte de la gerencia, mientras que las otras dos se reflejan tanto en la calidad como en la liquidez de las cuentas por cobrar y exigen medidas sensatas por parte de la gerencia. Un paso inicial consiste en determinar si las cuentas por cobrar son representativas de las actividades de venta de la empresa. Por ejemplo, las cuentas por cobrar se podrían vender a entidades para propósitos especiales y, si éstas están estructuradas correctamente, las cuentas por cobrar se suprimen de los libros. Por consiguiente, las ventas intermitentes de las cuentas por cobrar podrían distorsionar los cálculos de la razón. No

[1] Otro indicador, el **periodo de cobranza de las cuentas**, mide el número de días que se necesitan, en promedio, para cobrar las cuentas pendientes con base en el saldo *promedio* de las cuentas por cobrar. Se calcula dividiendo el índice de rotación de las cuentas por cobrar entre 360 días (número aproximado de días en un año):

$$\text{Periodo de cobranza} = \frac{360}{\text{Rotación de cuentas por cobrar}}$$

Usando las cifras de Consumer Electronics en el ejemplo 10.5, el periodo de cobranza de las cuentas es:

$$\frac{360}{6} = 60 \text{ días}$$

es extraño que las compañías continúen dando servicio a las cuentas en nombre de la entidad para propósito especial. En este caso la cantidad total del servicio de las cuentas por cobrar se proporciona en las notas al pie. Dicha cantidad se suma a las registradas en el balance general para obtener el total de cuentas por cobrar pendientes de pago. Los índices de rotación se calculan entonces usando el total de las cuentas por cobrar impagadas.

Otra complicación se relaciona con el hecho de si los índices de rotación de las cuentas por cobrar se calculan con base en las cuentas por cobrar brutas o netas. Si es con base en las segundas, los cálculos resultantes se ven afectados por el grado de conservadurismo de la empresa en la estimación de las cuentas incobrables. Por lo general, es preferible calcular los índices de rotación con base en las cuentas por cobrar brutas para evitar este problema.

Ciertos análisis de tendencias también ameritan estudio. La tendencia en el periodo de cobranza a través del tiempo es importante para evaluar la calidad y la liquidez de las cuentas por cobrar. Otra tendencia que debe observarse es la relación entre la provisión para cuentas de dudosa cobranza y las cuentas por cobrar brutas, que se calcula así:

$$\frac{\text{Provisión para cuentas morosas}}{\text{Cuentas por cobrar brutas}}$$

Los aumentos en este índice a través del tiempo indican una baja en la cobranza de cuentas. A la inversa, las disminuciones en este índice indican una mejor cobranza o la necesidad de volver a evaluar la suficiencia de la provisión para cuentas de dudosa cobranza. En general, las mediciones de la liquidez de las cuentas por cobrar son importantes en el análisis. También lo son como mediciones de la utilización de los activos, tema abordado en el capítulo 8.

Mediciones de la rotación de los inventarios

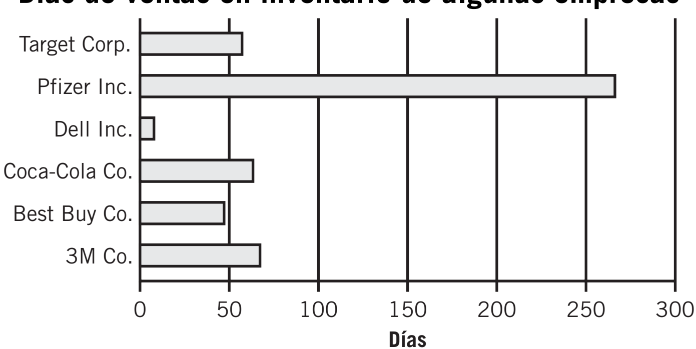
Los inventarios suelen constituir una parte considerable del activo circulante. Las razones de esto a menudo tienen poco que ver con la necesidad de una compañía de mantener fondos líquidos suficientes. Los inventarios son inversiones realizadas con el propósito de obtener un rendimiento por medio de las ventas a los clientes. En la mayoría de las compañías, es necesario mantener un cierto nivel de inventario. Si el inventario es insuficiente, el volumen de las ventas desciende por debajo de un nivel alcanzable. A la inversa, el exceso de inventarios expone a una compañía a costos de almacenamiento, seguros, impuestos, obsolescencia y deterioro físico. El exceso de inventarios también inmoviliza fondos que pueden usarse de manera más rentable en otras áreas. Debido a los riesgos que implica mantener inventarios, y dado que los inventarios están más alejados del efectivo que las cuentas por cobrar, normalmente se les considera como el activo circulante menos líquido. La evaluación de la liquidez a corto plazo y del capital de trabajo, que incluye inventarios, tiene que incluir una evaluación de la calidad y la liquidez de los inventarios. Las mediciones de la rotación de los inventarios son herramientas excelentes para este análisis.

Rotación de inventarios

El **índice de rotación de inventarios** mide la tasa promedio de rapidez a la que los inventarios entran y salen de una empresa. La rotación de inventarios se calcula así:

$$\frac{\text{Costo de los bienes vendidos}}{\text{Inventario promedio}}$$

La uniformidad exige que se use el costo de los bienes vendidos en el numerador porque, al igual que los inventarios, se registra al costo. Las ventas, en cambio, incluyen el margen de utilidad. El promedio del inventario se calcula sumando los saldos de inventarios inicial y final y dividiendo el resultado entre dos. Este cálculo del promedio puede afinarse si se promedian cifras mensuales o trimestrales. Cuando lo que interesa es evaluar el *nivel* de inventarios a una fecha específica, como a fin de año, se calcula el índice de rotación de inventarios usando el saldo del inventario a esa fecha en el denominador.



Días de ventas en inventario

Otra medida de la rotación de inventarios que resulta útil para evaluar la política de compras y producción de una empresa es el número de **días de ventas en inventario**, que se calcula así:[2]

$$\text{Inventarios} \div \frac{\text{Costo de los bienes vendidos}}{360}$$

Esta razón indica el número de días que se requieren para vender el inventario *final*, suponiendo una tasa dada de ventas. En el ejemplo 10.6 se ilustra lo anterior.

EJEMPLO 10.6

A continuación se presenta información financiera seleccionada de Macon Resources para el año 8:

Ventas	$1 800 000
Costo de los bienes vendidos	1 200 000
Inventario inicial	200 000
Inventario final	400 000

$$\text{Días de ventas en inventario} = \frac{400\,000 \text{ dls.}}{1\,200\,000 \text{ dls.}/360} = 120 \text{ días}$$

Interpretación de la rotación de inventarios

La razón del circulante considera que los componentes del activo circulante son fuentes de fondos que en potencia pueden usarse para pagar el pasivo circulante. Considerados de manera semejante, los índices de rotación de inventarios ofrecen mediciones tanto de la calidad como de la liquidez del componente del activo circulante que corresponde al inventario. La *calidad del inventario* se refiere a la capacidad de una empresa de usar y vender el inventario. Sin embargo, debe reconocerse que una compañía que tiene operaciones continuas no usa el inventario para pagar el pasivo circulante, ya que es muy probable que cualquier reducción importante de los niveles normales de inventario afecte negativamente el volumen de las ventas.

Cuando la rotación de inventarios disminuye con el tiempo, o es menor que la norma de la industria, indica artículos del inventario que se mueven con lentitud, lo que puede atribuirse a la obsolescencia, poca demanda o imposibilidad de venderlos. Estas condiciones ponen en duda la posibilidad de que la empresa recupere los costos de los inventarios. Se requiere un análisis más exhaustivo en este caso para ver si la rotación decreciente se debe a acumulaciones de inventarios en previsión de aumentos en las ventas, compromisos contractuales, aumentos en los precios, huelgas, escasez de inventarios u otra razón de peso. También se debe tener en cuenta la administración de los inventarios (como en los sistemas justo a tiempo) que intenta mantener niveles bajos de inventarios mediante la integración de pedidos, producción, venta y distribución. La administración eficaz de los inventarios aumenta la rotación de éstos.

[2] Otro indicador, la **razón de días para vender el inventario**, se calcula como sigue:

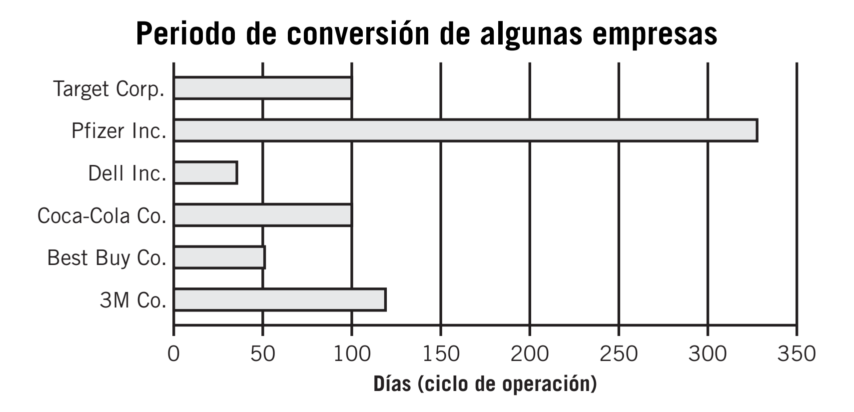
$$\frac{360}{\text{Rotación de inventarios}}$$

Esta razón indica el número de días que una compañía tarda en vender el inventario *promedio* de ese año. Usando las cifras del ejemplo 10.6, la razón de días para vender el inventario se calcula así:

$$\text{Índice de rotación de inventarios} = \frac{360}{(200\,000 \text{ dls.} + 400\,000 \text{ dls.}) \div 2} = 4$$

$$\text{Razón de días para vender el inventario} = \frac{360}{4} = 90 \text{ días}$$

Otra medida útil de la liquidez de los inventarios es el **periodo de conversión** o **ciclo de operación**. Esta medida combina el periodo de cobranza de las cuentas por cobrar con los días requeridos para vender los inventarios con el fin de obtener el intervalo de tiempo necesario para convertir los inventarios en efectivo. Usando los resultados de los dos ejemplos independientes anteriores, el periodo de conversión se calcula como sigue:



Días de venta en cuentas por cobrar	75
Días de venta en inventarios	120
Periodo de conversión	195

Lo anterior significa que se necesitan 195 días para que una empresa venda su inventario y haga efectivas las cuentas por cobrar con base en los niveles actuales de las cuentas por cobrar e inventarios.[3]

Al evaluar la rotación de inventarios, el análisis debe estar alerta respecto a la influencia de otros principios de contabilidad que posiblemente se hayan usado para valorar los componentes de este índice. La exposición que se hizo sobre la contabilidad de inventarios en el capítulo 4 es relevante en este caso. El uso del método UEPS (LIFO) para la valuación de los inventarios afecta considerablemente la utilidad tanto del índice de rotación como de la razón del circulante. Por ejemplo, la valuación del inventario afecta tanto al numerador como al denominador de la razón del circulante (al segundo, mediante su efecto en los impuestos por pagar). A menudo hay información disponible en los estados financieros que en épocas de alzas de precios permite ajustar valores bajos de inventario UEPS (LIFO) que son poco realistas, a fin de que sea útil incluirlos en el índice de rotación y la razón del circulante. Obsérvese que incluso si dos compañías usan el método UEPS (LIFO) de valuación de inventarios, es probable que sus razones basadas en los inventarios *no* sean comparables porque los grupos de inventario UEPS (LIFO) (bases) se adquieren casi seguramente en años diferentes y con distintos niveles de precios. También debe recordarse que las compañías que usan un "año natural" podrían tener a finales de año un nivel de inventarios atípicamente bajo. Esto aumenta el índice de rotación a un nivel anormalmente alto.

PUNTO DE VISTA DEL ANÁLISIS ...USTED ES EL CONSULTOR

King Entertainment, Inc. contrata sus servicios como consultor en administración. Una de sus tareas consiste en racionalizar los costos del inventario. Después de estudiar el desempeño anterior y los informes de los inventarios, usted propone reducir estratégicamente los inventarios mediante una mejor administración. La propuesta plantea que la rotación actual de inventarios aumente de 20 a 25. El dinero que no se invierta en el inventario puede utilizarse para disminuir el pasivo circulante –los costos de mantener el pasivo circulante promedian 10% al año. ¿Cuál es su estimación de los ahorros en costos si las ventas pronosticadas son de 150 millones de dólares y el costo pronosticado de las ventas es de 100 millones de dólares?

Respuesta, página 541

[3] Otros cálculos que se usan comúnmente son: *a) Días para vender el inventario + Periodo de cobranza*, según se describe en las notas de pie de página 1 y 2; y *b) Días de ventas en cuentas por cobrar (días para vender el inventario) + Días de ventas en inventario (periodo de cobranza) − Periodo promedio de pago (días de compras en cuentas por pagar)*. Este último cálculo reconoce que los proveedores de la empresa proporcionan una parte del capital de trabajo (el periodo promedio de pago y los días de compras en cuentas por pagar se explican en la sección Días de compras en cuentas por pagar).

Liquidez del pasivo circulante

El pasivo circulante es fundamental para calcular el capital de trabajo y la razón del circulante por dos razones relacionadas:

1. El pasivo circulante se usa para determinar si el excedente de activo circulante sobre pasivo circulante ofrece un margen suficiente de seguridad.
2. El pasivo circulante se deduce del activo circulante para obtener el capital de trabajo.

Al usar el capital de trabajo y la razón del circulante, el punto de vista es de una liquidación y *no* de operaciones continuas. Esto se debe a que en las operaciones normales el pasivo circulante no se liquida, sino que tiene carácter de refinanciamiento. Siempre que las ventas permanezcan estables, tanto las compras como el pasivo circulante deben permanecer constantes. El crecimiento en las ventas por lo general produce un aumento del pasivo circulante.

Calidad del pasivo circulante (o de corto plazo)

La calidad del pasivo circulante es importante en el análisis del capital de trabajo y la razón del circulante. No todo el pasivo circulante representa demandas de pago igualmente urgentes o forzosas. En un extremo, las obligaciones por diversos impuestos tienen que pagarse oportunamente, sin importar las actuales presiones financieras. El poder de cobranza de las autoridades gubernamentales federales, estatales y locales es formidable. En el otro extremo se encuentran las obligaciones corrientes con los proveedores con quienes la empresa tiene relaciones desde hace mucho tiempo y que dependen de la empresa y la valoran. Prorrogar y renegociar estas obligaciones en épocas de presiones financieras es posible y común a la vez.

Los atributos del pasivo circulante deben juzgarse con base en el grado de urgencia del pago. Debe reconocerse que si se considera que las entradas de fondos de los ingresos corrientes están disponibles para pagar el pasivo circulante, la mano de obra y otros gastos semejantes que requieren pronto pago tienen prioridad en la distribución de los ingresos. Las cuentas por cobrar comerciales y otros pasivos se pagan sólo después de haber realizado estos desembolsos. En el capítulo anterior se examinó este aspecto del flujo de los fondos.

El análisis también debe tomar en cuenta los pasivos no registrados que tienen prioridad en la adjudicación de los fondos actuales. Son ejemplo de lo anterior los compromisos de compra y ciertas obligaciones de postjubilación y arrendamiento. Cuando existen cláusulas de aceleración de préstamos a largo plazo, el incumplimiento en los pagos parciales puede hacer que la deuda sea exigible en su totalidad y pagadera de inmediato.

Días de compras en cuentas por pagar

Una medida del grado en que las empresas "se apoyan en los proveedores" es el **promedio de días de cuentas por pagar**. Esta medida se calcula así:[4]

$$\text{Promedio de días de cuentas por pagar} = \frac{\text{Cuentas por pagar}}{\text{Costo de los bienes vendidos}}$$

El promedio de días de cuentas por pagar proporciona una indicación del tiempo promedio que tarda la compañía en pagar sus obligaciones con los proveedores. Cuanto más largo sea el periodo de pago, tanto mayor será el uso que se hace del capital de los proveedores.

Una medida relacionada es la **rotación de cuentas por pagar**, que se calcula así: Costo de los bienes vendidos ÷ Promedio de cuentas por pagar. Esta razón indica la prontitud con que la compañía paga sus compras a crédito.

[4] Las compras pueden sustituir al costo de los bienes vendidos en esta fórmula, y se calculan como sigue: Compras = Costo de los bienes vendidos + Inventario final − Inventario inicial.

OTRAS MEDICIONES DE LA LIQUIDEZ

Composición del activo circulante

La composición del activo circulante es un indicador de la liquidez del capital de trabajo. El uso de comparaciones porcentuales facilita la evaluación de la liquidez comparativa, independientemente de las cantidades en dólares. Considérese el caso del ejemplo 10.7.

EJEMPLO 10.7

A continuación se presenta el activo circulante de Texas Electric con sus correspondientes porcentajes para los años 1 y 2:

Activo circulante	Año 1		Año 2	
Efectivo	$ 30 000	30%	$ 20 000	20%
Cuentas por cobrar	40 000	40	30 000	30
Inventarios	30 000	30	50 000	50
Total del activo circulante	$100 000	100%	$100 000	100%

El análisis de las cifras porcentuales de Texas Electric revela un marcado deterioro en la liquidez del activo circulante en el año 2 con respecto al año 1. Esto es demostrado por la baja de 10% tanto en el efectivo como en las cuentas por cobrar.

Razón de la prueba del ácido (razón de liquidez)

Una prueba más estricta de la liquidez usa la **razón de la prueba del ácido (razón de liquidez)**. Esta razón incluye aquellos activos que se convierten con mayor rapidez en efectivo y se calcula como sigue:

$$\frac{\text{Efectivo} + \text{Equivalentes de efectivo} + \text{Títulos negociables} + \text{Cuentas por cobrar}}{\text{Pasivo circulante}}$$

A menudo, los inventarios son el activo circulante menos líquido y no se incluyen en la razón de la prueba del ácido. Otro de los motivos para excluir los inventarios es que por lo común su valuación implica más discrecionalidad de la gerencia que la que se requiere para otros activos circulantes. Sin embargo, debe recordarse que los inventarios son para algunas compañías más líquidos que las cuentas por cobrar de pago lento. El análisis debe evaluar los méritos de excluir los inventarios al evaluar la liquidez. La interpretación de la razón de la prueba del ácido es semejante a la de la razón del circulante.

Mediciones de los flujos de efectivo

El carácter estático de la razón del circulante y su incapacidad (como medida de la liquidez) de reconocer la importancia de los flujos de efectivo para cumplir obligaciones que llegan a su vencimiento ha dado origen a la búsqueda de una medida dinámica de la liquidez. Puesto que los pasivos se pagan con efectivo, una comparación entre el flujo de efectivo de operación y el pasivo circulante es importante. Una razón que compare el flujo de efectivo de operación con el pasivo circulante supera el carácter estático de la razón del circulante porque su numerador refleja una variable del flujo. Esta **razón del flujo de efectivo** se calcula como sigue:

$$\frac{\text{Flujo de efectivo de operaciones}}{\text{Pasivo circulante}}$$

El cálculo de la razón del flujo de efectivo de Campbell Soup en el año 11 es (datos tomados de los estados financieros reproducidos en el apéndice A):

$$\frac{805.2 \text{ dls.}}{1\,278 \text{ dls.}} = 0.63$$

Flexibilidad financiera

Existen consideraciones *cualitativas* importantes que se refieren a la liquidez a corto plazo. Estas consideraciones se caracterizan de un modo estratégico como dependientes de la flexibilidad financiera de una compañía. La **flexibilidad financiera** es la capacidad de la empresa de adoptar medidas para contrarrestar interrupciones inesperadas en el flujo de los fondos. Puede significar la capacidad de conseguir préstamos de varias fuentes, elevar el capital contable, vender y reutilizar activos, o ajustar el nivel y la dirección de las operaciones para hacer frente a las circunstancias cambiantes. La capacidad de una compañía de conseguir préstamos depende de varios factores y está sujeta a cambios. Depende de la rentabilidad, estabilidad, tamaño, posición en la industria, composición de los activos y estructura del capital. También depende de las condiciones y tendencias del crédito en el mercado. La capacidad de una compañía de conseguir préstamos es importante como fuente de efectivo y para liquidar deudas a corto plazo. Las líneas de crédito abiertas o de financiamiento previamente acordadas son fuentes confiables de efectivo. Otros factores que se refieren a la evaluación de la flexibilidad financiera de una compañía son: 1) las evaluaciones de su papel comercial, bonos y acciones preferentes; 2) las restricciones que tiene para vender sus activos; 3) el grado en que los gastos son discrecionales; y 4) la capacidad de responder con rapidez a las condiciones cambiantes (como huelgas, variaciones en la demanda e interrupciones en las fuentes de suministros).

Discusión y análisis de la administración

Como se explica en el capítulo 1, la Comisión de Valores y Bolsa de Estados Unidos (SEC) exige a las compañías incluir en sus informes anuales una discusión ampliada por parte de la gerencia y un análisis de la situación financiera y los resultados de las operaciones (MD&A, Management's discussion and analysis). La sección de la situación financiera requiere una explicación de la liquidez –que incluya tendencias conocidas, demandas, compromisos o incertidumbres que probablemente afecten la capacidad de la compañía de generar efectivo suficiente–. Si se identifica una deficiencia importante en la liquidez, la gerencia debe explicar las medidas que ha adoptado o se propone adoptar para subsanar la deficiencia. Las fuentes internas y externas de liquidez y las fuentes importantes no utilizadas de activos líquidos deben identificarse y describirse. El análisis se beneficia de la discusión y análisis de la gerencia. Por ejemplo, Dell incluye una exposición titulada Liquidez, Compromisos de capital y Obligaciones contractuales en efectivo, en su sección de MD&A (véase apéndice A).

Análisis condicional (escenarios)

El **análisis condicional** es una técnica útil para especificar los efectos que los cambios en las condiciones o políticas tienen en los recursos de una empresa. El análisis condicional se ilustra en esta sección usando los siguientes datos financieros seleccionados de Consolidated Technologies, Inc., al 31 de diciembre del año 1:

Efectivo	70 000 dólares
Cuentas por cobrar	150 000
Inventario	65 000
Activos fijos	200 000
Depreciación acumulada	43 000
Cuentas por pagar	130 000
Pagarés	35 000
Obligaciones tributarias acumuladas	18 000
Acciones de capital	200 000

La siguiente información adicional se declara para el ejercicio anual que finalizó el 31 de diciembre del año 1:

Ventas	$750 000
Costo de las ventas	520 000
Compras	350 000
Depreciación	25 000
Utilidad neta	20 000

Consolidated Technologies prevé un crecimiento de 10% en las ventas durante el año 2. Se espera que todas las partidas de ingresos y gastos aumenten 10%, excepto la depreciación, que seguirá siendo igual. Todos los gastos se pagan en efectivo en el momento en que se incurre en ellos, y se proyecta que el inventario final del año 2 sea de 150 000 dólares. A finales del año 2, Consolidated Technologies espera tener pagarés por pagar de 50 000 dólares y saldo en ceros en impuestos acumulados. La compañía mantiene un saldo mínimo de efectivo de 50 000 dólares como política empresarial.

Caso 10.1 Consolidated Technologies está pensando en implantar un cambio en la política de crédito mediante el cual las cuentas finales por cobrar reflejen 90 días de ventas. ¿Qué efecto tendrá este cambio en el saldo de efectivo de la empresa? ¿Este cambio afectará la necesidad de la empresa de conseguir préstamos? El análisis de esta situación condicional es el siguiente:

CONSOLIDATED TECHNOLOGIES
Pronóstico de efectivo
Para el año que finalizó el 31 de diciembre del año 2

Efectivo, 1 de enero del año 2			$70 000
Cobranza de efectivo			
Cuentas por cobrar, 1 de enero del año 2		$150 000	
Ventas		825 000	
Total de posibles cobranzas de efectivo		975 000	
Menos: Cuentas por cobrar, 31 de diciembre del año 2		(206 250)[a]	768 750
Total de efectivo disponible			838 750
Desembolsos de efectivo			
Cuentas por pagar, 1 de enero del año 2	$130 000		
Compras	657 000[b]		
Total de posibles desembolsos de efectivo	787 000		
Cuentas por pagar, 31 de diciembre del año 2	(244 000)[c]	543 000	
Documentos por pagar, 1 de enero del año 2	35 000		
Documentos por pagar 31 de diciembre del año 2	(50 000)	(15 000)	
Impuestos acumulados		18 000	
Gastos en efectivo[d]		203 500	749 500
Efectivo, 31 de diciembre del año 2			89 250
Saldo de efectivo deseado			50 000
Excedente de efectivo			$39 250

(*continúa*)

(*concluye*)

Explicaciones:

[a] $825\,000 \text{ dls.} \times \frac{90}{360} = 206\,250 \text{ dls.}$

[b] *Costo de las ventas en el año 2*: 520 000 dls. × 1.1 = 572 000 dls.*

Inventario final (proporcionado)	*150 000*
Bienes disponibles para venta	*$722 000*
Inventario inicial	*(65 000)*
Compras	*$657 000*

* *Excluyendo depreciación.*

[c] $\text{Compras} \times \frac{\text{Cuenta por pagar inicio}}{\text{Compras año 1}} = 657\,000 \text{ dls.} \times \frac{130\,000 \text{ dls.}}{350\,000 \text{ dls.}} = \underline{244\,000} \text{ dls.}$

[d] *Utilidad bruta (825 000 dls. – 572 000 dls.)*		*$253 000*
Menos: Utilidad neta	*$24 500**	
Depreciación	*25 000*	*(49 500)*
Otros gastos en efectivo		*203 500*

** 110% de 20 000 dólares (ingreso año 1) + 10% de 25 000 dólares (depreciación año 1).*
O si no, 185 000 dólares × 1.10 = 203 500 dólares, donde 185 000 dólares es el monto de otros gastos en efectivo del año anterior.

Este cambio en la política de crédito produciría un excedente de efectivo y un endeudamiento no requerido.

Caso 10.2 ¿Qué pasaría si Consolidated Technologies trabajara para lograr una rotación *promedio* de cuentas por cobrar de 4.0 (en lugar de usar las cuentas *finales* por cobrar como en el caso anterior)? ¿Qué efecto tendría este cambio en el saldo de efectivo de la empresa? El análisis de esta situación condicional se presenta a continuación:

Excedente del saldo de efectivo, según se calculó antes		$39 250
El cambio de rotación de cuentas por cobrar (C.C.) *final* a *promedio* aumenta las cuentas por cobrar a final de año a:		
$\text{Promedio de C. C.} = \frac{825\,000 \text{ dls.}}{4} = 206\,250 \text{ dls.}$		
C.C. finales = [206 250 dls. × 2] − 150 000 dls. =	262 500 dls.[a]	
Menos: Saldo de cuentas por cobrar del caso 10.1	(206 250)	56 250 (disminución de efectivo)
Efectivo que tendrá que pedirse en préstamo		$17 000 (déficit de efectivo)

[a] $\text{Promedio de C.C.} = \frac{\text{Ventas}}{\text{Rotación promedio de C.C.}}$; *C.C. finales = [(Promedio de C.C.) × 2] − C.C. iniciales*

Se requeriría que Consolidated Technologies pidiera fondos en préstamo para lograr el desempeño esperado en las condiciones especificadas.

Caso 10.3 ¿Qué pasaría si, además de las condiciones prevalecientes en el caso 10.2, los proveedores de la compañía exigieran el pago en 60 días? ¿Qué efecto tendría este requisito de pago en el saldo de efectivo? El análisis de este caso se presenta a continuación:

Efectivo requerido en préstamo (del caso 10.2)		$17 000
Cuentas por pagar finales (del caso 10.1)	$244 000	
Cuentas por pagar finales bajo pago a 60 días:		
$\text{Compras} \times \frac{60}{360} = 657\,000 \text{ dls.} \times \frac{60}{360}$	(109 500)	
Desembolsos adicionales requeridos		134 500
Efectivo que se conseguirá en préstamo		$151 500

Este programa de pagos más exigente de los proveedores implicaría necesidades adicionales de endeudamiento para Consolidated Technologies.

SECCIÓN 2: ESTRUCTURA DEL CAPITAL Y SOLVENCIA

CONCEPTOS BÁSICOS DE LA SOLVENCIA

El análisis de la solvencia de una compañía es muy diferente del análisis de la liquidez. En este último, el horizonte de tiempo es lo bastante corto para obtener pronósticos razonablemente acertados de los flujos de efectivo. Los pronósticos a largo plazo son menos confiables y, en consecuencia, el análisis de la solvencia usa mediciones analíticas menos precisas, pero más inclusivas.

El análisis de la solvencia se compone de varios elementos fundamentales. El análisis de la estructura del capital es uno de ellos. La *estructura del capital* se refiere a las fuentes de financiamiento de una compañía. El financiamiento puede variar entre capital contable relativamente permanente y fuentes de financiamiento a corto plazo más riesgosas o temporales. Una vez que una compañía obtiene financiamiento, lo invierte posteriormente en varios activos. Los activos representan fuentes secundarias de seguridad para los prestamistas y comprenden desde préstamos garantizados por activos específicos hasta activos disponibles como garantía general para acreedores no asegurados. Estos y otros factores producen riesgos diferentes relacionados con distintos activos y fuentes de financiamiento.

Otro elemento esencial de la solvencia a largo plazo son las *utilidades* (o *capacidad para generar utilidades*), que implica la capacidad recurrente de generar efectivo de las operaciones. Las mediciones basadas en las utilidades son indicadores importantes y confiables de la solidez financiera. Las utilidades son la fuente más deseable y confiable de efectivo para el pago a largo plazo de los intereses y el principal. Como medida de las entradas de efectivo procedentes de las operaciones, las utilidades son cruciales para cubrir los intereses a largo plazo y otros gastos fijos. Un flujo estable de utilidades es una medida fundamental de la capacidad de una compañía para obtener préstamos en épocas de escasez de efectivos. También es una medida de la probabilidad de que una compañía se recupere de situaciones de problema financiero.

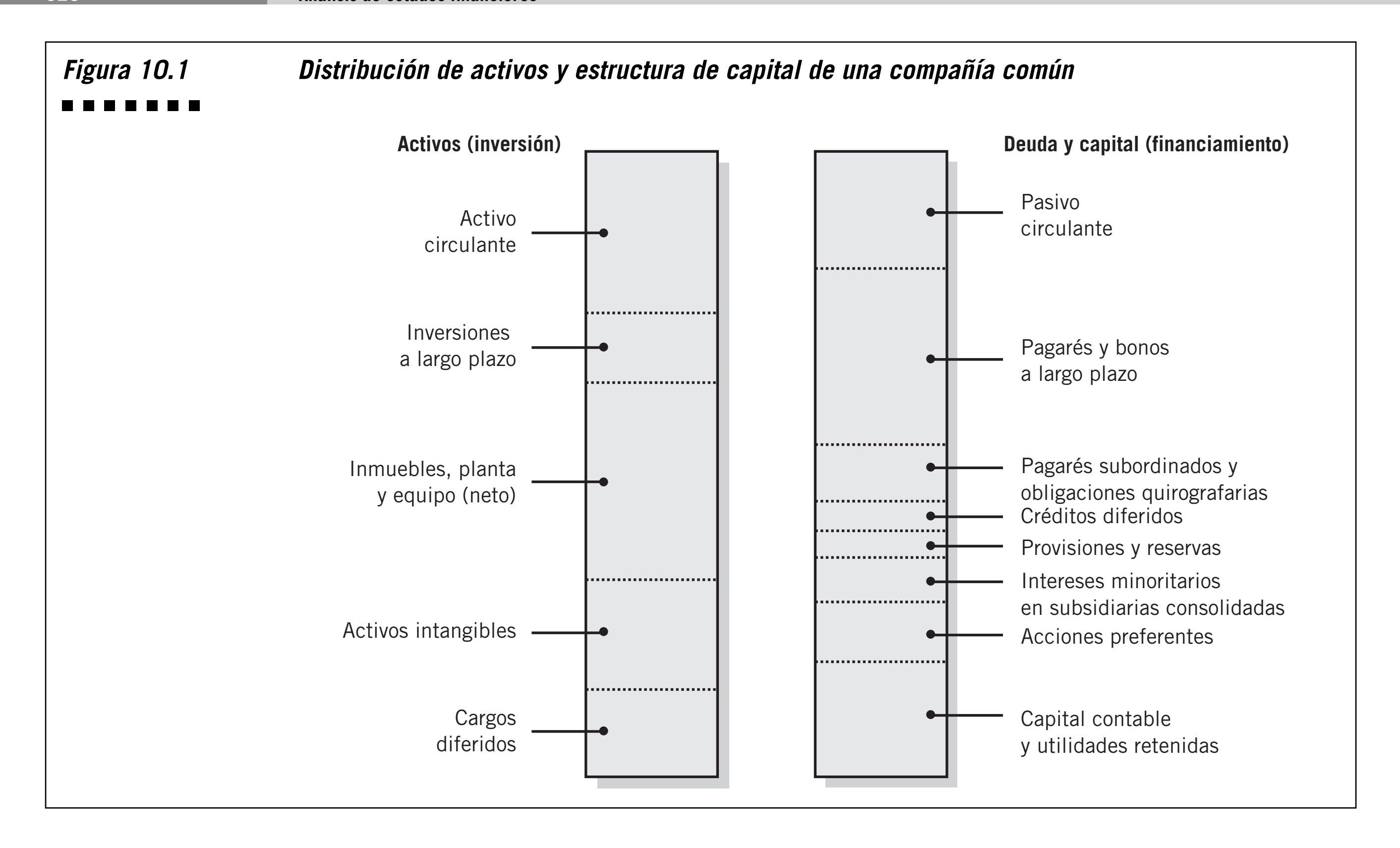
Los prestamistas se protegen contra la insolvencia y las dificultades financieras de la empresa mediante la inclusión de convenios de préstamos en los contratos respectivos. Los convenios de préstamo establecen condiciones de *incumplimiento de pago*, basadas a menudo en mediciones contables, en un nivel que brinda al prestamista la oportunidad de cobrar el préstamo antes de que se presenten dificultades financieras graves. Los convenios suelen diseñarse para: 1) destacar las mediciones fundamentales de solidez financiera, como la razón del circulante y la razón de deuda a capital, 2) prohibir la emisión de deuda adicional, o 3) protegerse contra desembolsos de recursos de la compañía a través de dividendos o adquisiciones excesivos. Los convenios no pueden asegurar a los prestamistas contra las pérdidas de operación, que invariablemente son la fuente de problema financiera. Los convenios y cláusulas protectoras tampoco son sustitutos de la atención y supervisión que deben prestarse a los resultados de las operaciones y la situación financiera de una compañía. El grado enorme de financiamiento de deuda pública y privada ha dado origen a ciertos métodos estandarizados de análisis y evaluación. Aunque en este capítulo se explican muchos de estos métodos, en el apéndice 10A se explica el análisis de los títulos de deuda que realizan las agencias calificadoras, y en el apéndice 10B se describe el uso de las razones como pronosticadores de problema financiera.

LÍMITE DE LA DEUDA
Cada año, aproximadamente 40% de los propietarios de pequeñas empresas tratan de conseguir un préstamo. Los bancos rechazan una cuarta parte de estas solicitudes.

Importancia de la estructura del capital

La estructura del capital es el financiamiento del pasivo y el capital contable de una compañía. Suele medirse en función de la magnitud relativa de las diferentes fuentes de financiamiento. La estabilidad financiera de una compañía y el riesgo de insolvencia dependen de las fuentes de financiamiento y los tipos y cantidades de varios activos de su propiedad. En la figura 10.1 se presenta la distribución de los activos de una compañía típica y las fuentes de financiamiento de la misma. Esta figura destaca la variedad potencial de las partidas de inversión y financia-

Figura 10.1 ***Distribución de activos y estructura de capital de una compañía común***



miento que componen una compañía –representada dentro del marco contable de activo igual a pasivo más capital contable–.

Características del pasivo y el capital contable

La importancia de analizar la estructura del capital se deriva de varias perspectivas, entre las que destaca la diferencia entre pasivo y capital propio. **Capital propio** se refiere al *capital de riesgo* de una empresa. Las características del capital propio incluyen su rendimiento incierto o no especificado y la falta de una pauta de reembolso. El capital propio contribuye a la estabilidad y solvencia de una compañía. Por lo general se caracteriza por el grado de permanencia, persistencia en épocas de adversidad y la ausencia de requisitos de pago de dividendos obligatorios. Una empresa puede invertir con confianza el financiamiento obtenido de la venta de acciones de capital en activos a largo plazo y exponerlos a riesgos comerciales sin la amenaza de que se los retiren.

A diferencia del capital propio, el capital de **deuda** a corto y largo plazo tiene que devolverse. Cuanto más largo sea el periodo de pago de la deuda y menos exigentes las cláusulas de reembolso, tanto más fácil será para la empresa pagar el servicio del capital de deuda. Pese a todo, es preciso pagar la deuda a intervalos especificados independientemente de la situación financiera de la empresa, al igual que los intereses periódicos sobre casi toda la deuda. El incumplimiento de pago del principal y los intereses normalmente resulta en procedimientos judiciales en los que los accionistas comunes pueden perder el control de la compañía y toda o parte de su inversión. Cuando la proporción de deuda en la estructura total del capital de una compañía es grande, son más altos los gastos fijos resultantes y los compromisos de reembolso. También aumenta la probabilidad de que una empresa no pueda pagar los intereses y el principal a la fecha de vencimiento, y de que los acreedores sufran posibles pérdidas.

Para los inversionistas en acciones comunes, la deuda refleja el riesgo de pérdida de la inversión, que se compensa con el potencial de utilidades derivadas del apalancamiento financiero. El **apalancamiento financiero** es el uso de la deuda para aumentar las utilidades. El apalancamiento aumenta tanto el éxito (ganancias) como el fracaso (pérdidas) de la administración. La deuda excesiva limita la iniciativa y flexibilidad de la gerencia para explotar oportunidades lucrativas. Para los acreedores es preferible un mayor grado de capital propio como protección

contra pérdidas en las adversidades. Si se reduce el capital propio como una parte proporcional del financiamiento de una compañía, se reduce también la protección de los acreedores contra pérdidas y, en consecuencia, aumenta el riesgo de otorgar crédito. El objetivo del análisis es medir el grado de riesgo resultante de la estructura del capital de una empresa. El resto de esta sección examina los motivos para obtener capital de deuda y medir sus efectos.

Motivos para obtener capital de deuda

Desde la perspectiva de un accionista, la deuda es una fuente preferente de financiamiento externo al menos por dos razones:

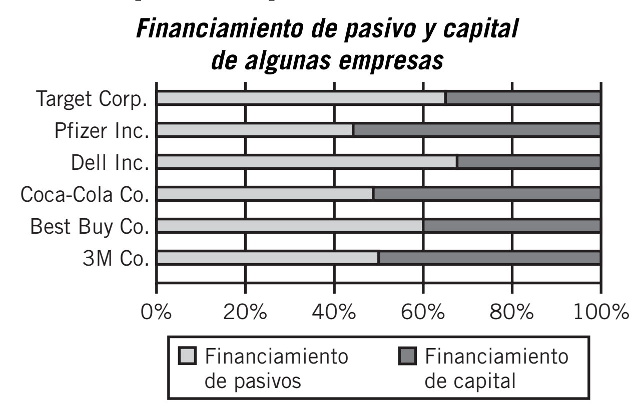
1. El interés sobre la mayor parte de la deuda es fijo, siempre que el costo de los intereses sea menor que el rendimiento de los activos netos de operación, el excedente de rendimiento beneficia a los inversionistas de capital.
2. El interés es un gasto deducible de impuestos, mientras que los dividendos no.

En esta sección se analiza cada uno de estos factores debido a su importancia en el financiamiento de deuda y el análisis de riesgo.

Concepto de apalancamiento financiero

Las compañías usualmente tienen financiamiento de deuda y de capital propio. En general, los acreedores no se muestran dispuestos a proporcionar financiamiento sin la protección que ofrece el financiamiento del capital propio. El apalancamiento financiero se refiere al monto del financiamiento de deuda en la estructura del capital de una empresa. Se dice que las compañías que tienen apalancamiento financiero negocian con el capital en préstamo **(trade on the equity)**. Esto indica que la empresa usa el capital propio como base de los préstamos con la esperanza de obtener excedentes de rendimientos.

En la figura 10.2 se ilustra el aprovechamiento del capital en préstamo. En esta figura se calculan los rendimientos obtenidos por dos compañías denominadas Risky, Inc., y Safety, Inc.



Crecimiento del precio de las acciones de Dell comparado con el crecimiento de S&P ***Figura 1.2***

	FUENTES DE FINANCIAMIENTO			Utilidad de operación antes de impuestos	Interés sobre la deuda de 10%	Impuestos (40%)	Utilidad neta	NOPAT [ingreso de operación × (1 – 40%)]	RENDIMIENTO DE	
	Activos	Deuda	Capital						Activos netos de operación (RNOA)*	Capital† (ROE)
Año 1										
Risky, Inc.	$1 000	$400	$600	$200	$40	$64	$96	$120	12%	16%
Safety, Inc. ..	1 000	0	1 000	200	0	80	120	120	12	12
Año 2										
Risky, Inc.	1 000	400	600	100	40	24	36	60	6	6
Safety, Inc. ..	1 000	0	1 000	100	0	40	60	60	6	6
Año 3										
Risky, Inc.	1 000	400	600	50	40	4	6	30	3	1
Safety, Inc....	1 000	0	1 000	50	0	20	30	30	3	3

*Rendimiento de activos netos de operación = NOPAT/Activos netos de operación.

†Rendimiento del capital = Utilidad neta/Capital de los accionistas.

Estas dos compañías tienen activos netos de operación e ingresos de operación idénticos. Risky, Inc., deriva 40% de su financiamiento de deuda, en tanto que Safety, Inc. no tiene pasivos, es decir, *no está apalancada*. En el año 1, cuando el rendimiento promedio de los activos netos de operación es de 12%, el rendimiento del capital de los accionistas de Risky, Inc., asciende a 16%. Este alto rendimiento para los accionistas se debe al excedente de rendimiento de los activos netos de operación sobre el costo de la deuda *después de impuestos* (12% frente a 6%, el segundo se calcula como 10%[*1 – 0.40*]). El rendimiento del capital de Safety, Inc. siempre es igual al rendimiento de los activos puesto que no hay deuda. En el año 2, el rendimiento de los activos de Risky, Inc., es igual al costo de la deuda después de impuestos y, en consecuencia, los efectos del apalancamiento quedan neutralizados. En el año 3, se muestra que el apalancamiento resulta ser una espada de dos filos. Específicamente, cuando el rendimiento de los activos netos de operación es *menor* que el costo de la deuda después de impuestos, el rendimiento del capital de Risky, Inc. es menor que el rendimiento del capital de Safety, Inc., donde no hay deuda. Para generalizar a partir de este ejemplo: 1) una compañía apalancada *logra* hacer un aprovechamiento adecuado del capital en préstamo cuando el rendimiento de los activos supera el costo de la deuda después de impuestos; 2) una compañía apalancada *no logra* hacer un aprovechamiento adecuado del capital en préstamo cuando el rendimiento de los activos netos de operación es menor que el costo de la deuda después de impuestos; y 3) los efectos del apalancamiento aumentan tanto en los años buenos *como* en los malos.

Deducibilidad fiscal de los intereses

Una de las razones de la posición ventajosa de la deuda es la *deducibilidad fiscal de los intereses*. Esta ventaja fiscal se ilustra ampliando el caso de la figura 10.2 Vuélvanse a examinar los resultados de las dos compañías (millones de dólares) en el año 2:

Año 2	Risky, Inc.	Safety, Inc.
Ingresos antes de intereses e impuestos	$100	$100
Intereses (10% de 400 dls.)	(40)	0
Ingresos antes de impuestos	60	100
Impuestos (40%)	(24)	(40)
Utilidad neta	36	60
Restitución de intereses pagados a tenedores de bonos	40	0
Rendimiento total para tenedores de títulos (deuda y capital)	$76	$60

Recuérdese que los efectos del apalancamiento son neutros en el año 2. Pese a todo, obsérvese que incluso cuando el rendimiento de los activos netos de operación es igual al costo de la deuda después de impuestos, la cantidad total disponible para distribución entre los tenedores de deuda y capital de Risky, Inc., es 16 dólares mayor que la cantidad disponibles para los tenedores de acciones de capital de Safety, Inc. Esto se debe a que Risky, Inc., tiene obligaciones tributarias menores. Debe recordarse que el valor de la deducibilidad fiscal de los intereses depende de si se cuenta con ingresos suficientes. Para generalizar a partir de este ejemplo: 1) los intereses son deducibles de impuestos en tanto que los dividendos en efectivo que se pagan a los tenedores de acciones no lo son; 2) debido a que los intereses son deducibles de impuestos, el ingreso disponible para los tenedores de títulos puede ser mucho mayor, y 3) el incumplimiento en el pago de los intereses puede llevar a la quiebra mientras que el incumplimiento en el pago de los dividendos no.

Otros efectos del apalancamiento

Además de las ventajas derivadas del exceso de rendimiento para el apalancamiento financiero y la deducibilidad fiscal de los intereses, una posición de deuda a largo plazo genera otros beneficios para los accionistas. Por ejemplo, una compañía en crecimiento puede evitar la dilución de las utilidades por acción mediante la emisión de deuda. Además, si las tasas de interés van en aumento, una empresa apalancada que paga una tasa de interés fijo baja es más rentable que un competidor no apalancado. Sin embargo, lo contrario también es verdad. Por último,

en épocas de inflación, los pasivos monetarios (como casi todo el capital de deuda) producen ganancias al nivel de los precios.

PUNTO DE VISTA DEL ANÁLISIS	***...USTED ES EL EMPRESARIO***
Usted es el empresario y el único accionista de un restaurante pequeño que acaba de iniciar operaciones. Su negocio no está apalancado y marcha sobre ruedas. El rendimiento de los activos en el año más reciente es de 9% sobre activos de 200 000 dólares (la tasa tributaria es de 40%). Está considerando ampliar su negocio, pero necesita endeudarse para financiar la expansión. ¿En qué criterio debe basar su decisión de financiar la ampliación con deuda?	

Respuesta, página 541

Ajustes para el análisis de la estructura del capital

La medida y presentación de las cuentas del pasivo (deuda) y capital en los estados financieros están regidas por la aplicación de los principios de contabilidad aceptados. En el capítulo 3 se examinan los principios que rigen la medida y la presentación de las cuentas de pasivo y capital. Estos principios deben tenerse presentes al analizar la estructura del capital y sus implicaciones en la solvencia.

Ajustes en los valores en libros de los pasivos

La relación entre pasivo y capital propio, las dos fuentes principales de financiamiento de una compañía, es un factor importante para evaluar la solvencia a largo plazo. Por lo tanto, es esencial para el análisis comprender esta relación. Existen pasivos que no se reflejan en su totalidad en los balances generales y hay partidas relacionadas con el financiamiento cuya clasificación contable como deuda o capital no debe aceptarse a ciegas en el análisis. La identificación y clasificación de estas partidas depende de una comprensión cabal de la sustancia económica y las condiciones a que están sujetas. El examen de esta sección complementa las consideraciones analíticas del capítulo 3.

Pago diferido del impuesto sobre utilidades. Un asunto importante es si los impuestos diferidos deben tratarse como pasivo, capital, o parte deuda y parte capital. La respuesta depende del carácter del aplazamiento, la experiencia pasada de la cuenta (por ejemplo, la pauta de crecimiento) y la probabilidad de reversiones futuras. Para llegar a la mejor decisión, hay que reconocer que, en circunstancias normales, los impuestos diferidos se revierten y se hacen pagaderos cuando el tamaño de una compañía disminuye. En la medida que las reversiones futuras sean una posibilidad remota, como es factible, debido a diferencias en el tiempo oportuno, como una depreciación acelerada, los impuestos diferidos deben considerarse como financiamiento de largo plazo y tratarse como capital propio. Sin embargo, si la probabilidad de un retiro tomado de los impuestos diferidos en el futuro próximo es alta, los impuestos diferidos (o parte de ellos) deben tratarse como pasivos a largo plazo.

Arrendamientos de operación. Las prácticas contables actuales requieren que la mayoría de los arrendamientos financieros a largo plazo no cancelables se registren como deuda. Sin embargo, las compañías tienen oportunidades para estructurar los arrendamientos de modo que les permita manifestarlos como deuda. Los arrendamientos de operación deben reconocerse en el balance general para efectos del análisis, lo que incrementa tanto los activos fijos como los pasivos, según se explica en el capítulo 3.

Financiamiento que no se registra en el balance general. Al determinar la deuda de una compañía, el análisis debe tener presente que algunos gerentes tratan de declarar menos deuda, a menudo con medios nuevos y en ocasiones complejos. En el capítulo 3 se explican varias maneras de hacer lo anterior, incluida la venta de las cuentas por cobrar, los arreglos de financiamiento que no se registran en el balance general y que utilizan entidades para propósitos especiales (SPE), y las inversiones del método de participación. La lectura crítica de las notas y comentarios de la gerencia, junto con las consultas a la gerencia, a menudo arrojan luz sobre la existencia de pasivos no registrados.

Pasivo contingente. Las contingencias, como las garantías de los productos, representan obligaciones para ofrecer servicios o productos futuros que se clasifican como pasivos. Por regla general, las reservas creadas por cargos a los ingresos también se consideran como pasivos. El análisis debe evaluar la posibilidad de que los compromisos o contingencias se vuelvan pasivos reales y luego tratar esas partidas de tal manera. Por ejemplo, las garantías de adeudos de las subsidiarias u otras partidas que tienen probabilidades de convertirse en pasivos deben tratarse como pasivos.

Participaciones minoritarias. Las participaciones minoritarias en los estados financieros consolidados representan el valor en libros de las participaciones en propiedad de los accionistas minoritarios de subsidiarias en el grupo consolidado. Estas participaciones *no* son pasivos parecidos a la deuda porque no constituyen pago obligatorio de dividendos ni obligaciones de reembolso del principal. Las mediciones de la estructura del capital se concentran en los aspectos obligatorios de pago de pasivos. Desde este punto de vista, las participaciones minoritarias se asemejan más a las reivindicaciones por parte de extraños de una parte del capital, o a una compensación que representa la propiedad proporcional de los activos.

Deuda convertible. La deuda convertible se registra por lo general entre los pasivos (o como una partida aparte tanto de la deuda como del capital). Si los términos de conversión implican que esta deuda se convertirá en acciones comunes, puede clasificarse entonces como capital propio para efectos del análisis de la estructura del capital.

Acciones preferentes. La mayoría de las acciones preferentes no constituye ninguna obligación de pago de dividendos o reembolso del principal. Estas características son semejantes a las del capital propio. Sin embargo, como se explica en el capítulo 3, las acciones preferentes con requisitos obligatorios de canje son semejantes a la deuda y como tal deben considerarse en el análisis.

PUNTO DE VISTA DEL ANÁLISIS ***...USTED ES EL ANALISTA***

Usted es analista de una casa de bolsa. Su supervisor le pide que evalúe el riesgo relativo de dos posibles inversiones en acciones preferentes. El análisis le indica que estas dos compañías son idénticas en todos los aspectos tanto de rendimientos como de riesgos, con excepción de la composición del financiamiento. La primera compañía se financia 20% con deuda, 20% con acciones preferentes y 60% con capital de los accionistas comunes. La segunda se financia 30% con deuda, 10% con acciones preferentes y 60% con capital de los accionistas comunes. ¿Qué compañía presenta el mayor riesgo en sus acciones preferentes?

Respuesta, página 542

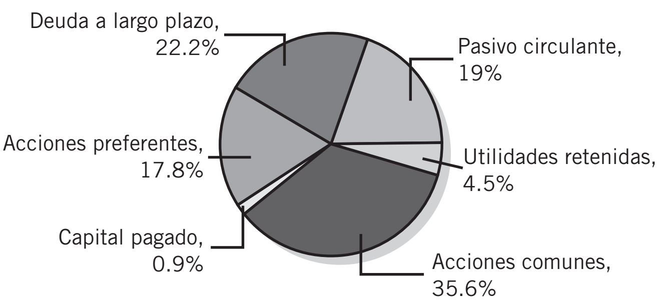
COMPOSICIÓN DE LA ESTRUCTURA DEL CAPITAL Y SOLVENCIA

El riesgo fundamental que acompaña a una estructura de capital apalancado es el riesgo de la insuficiencia de efectivo en épocas de adversidad. La deuda supone el compromiso de pagar gastos fijos en la forma de intereses y reembolsos de capital. Aunque ciertos gastos fijos pueden posponerse en épocas de escasez de efectivo, los que se relacionan con la deuda no pueden posponerse sin repercusiones negativas para los accionistas y acreedores de una compañía. En esta sección se explican varias mediciones que se usan comúnmente para estimar el grado de apalancamiento financiero y para evaluar el riesgo de insolvencia.

Estados financieros con base en porcentajes en el análisis de la solvencia

Una medida común del riesgo financiero de una compañía es la composición de la estructura del capital. El **análisis de composición** se realiza elaborando un **estado financiero porcentual**

de la sección de pasivo y capital del balance general. La figura 10.3 ilustra un análisis porcentual de Tennessee Teletech, Inc. Una ventaja del análisis porcentual de la estructura del capital radica en que revela la magnitud relativa de las fuentes de financiamiento de una compañía. Se observa que Tennessee Teletech se financia sobre todo con acciones comunes (35.6%) y preferentes (17.8%) y pasivos (41.2%); además, una pequeña cantidad de las utilidades se retiene en la compañía (4.5%). El análisis porcentual también se presta a comparaciones directas entre compañías diferentes. Una variación del análisis porcentual consiste en usar razones para efectuar el análisis. Otra variación se centra únicamente en las fuentes de financiamiento a largo plazo, excluido el pasivo circulante.



Estructura del capital de Tennessee Teletech: Análisis porcentual ***Figura 10.3***

Pasivo circulante	$428 000	19.0%
Deuda a largo plazo	500 000	22.2
Capital contable		
Acciones preferentes	400 000	17.8
Acciones comunes	800 000	35.6%
Capital pagado	20 000	0.9
Utilidades retenidas	102 000	4.5
Total del capital contable	1 322 000	58.8
Total de pasivo y capital	$2 250 000	100.0%

Mediciones de la estructura del capital para el análisis de solvencia

Las **razones de la estructura del capital** son otro medio de análisis de solvencia. Las mediciones de la estructura de capital que usan razones relacionan los componentes de la estructura del capital entre sí y con el total. En esta sección se describen las razones más comunes. Es necesario entender el significado y el cálculo de toda medida o razón antes de aplicarla.

Deuda total a capital total

Existe una razón general para medir la relación entre la deuda total (Deuda corriente + Deuda a largo plazo + Otros pasivos, según se determine por medio del análisis, como los impuestos diferidos y las acciones preferentes redimibles) y el capital total [Deuda total + Capital de los accionistas (incluidas las acciones preferentes)]. La **razón de deuda total a capital total** (también llamada **razón de deuda**) se expresa así:

$$\frac{\text{Deuda total}}{\text{Capital total}}$$

Recuérdese que el capital total es igual, por definición, al total del activo. La razón de deuda total a capital total para el año 11 de Campbell Soup (los estados financieros se presentan en el apéndice A se calcula como sigue:

$$\frac{1\,278^{(a)} \text{ dls.} + 772.6^{(b)} \text{ dls.} + 305.0^{(c)} \text{ dls.}}{1\,793.4^{(d)} \text{ dls.} + 2\,355.6^{(e)} \text{ dls.}} = \frac{2\,355.6^{(a)} \text{ dls.}}{4\,149.0^{(a)} \text{ dls.}} = 0.57$$

[(a)] *Pasivo circulante*
[(b)] *Deuda a largo plazo*
[(c)] *Otros pasivos*
[(d)] *Total del capital de los accionistas*
[(e)] *Deuda total (numerador)*

Esta medida se expresa a menudo en forma de una razón, como 0.57, o se describe como deuda que constituye 57% de la estructura del capital de Campbell Soup.

Deuda total a capital contable

Otra medida de la relación de deuda a fuentes de capital es la razón de deuda total (según se define anteriormente) a capital *contable*. La **razón de deuda total a capital** se define como sigue:

$$\frac{\text{Deuda total}}{\text{Capital de los accionistas}}$$

La razón de deuda total a capital en el año 11 de Campbell Soup se calcula así:

$$\frac{2\,355.6}{1\,793.4} = 1.31$$

Esta razón implica que la deuda total de Campbell Soup es de 1.31 veces su capital contable. Dicho de otro modo, el financiamiento a crédito de Campbell Soup es igual a 1.31 por cada dólar de financiamiento de capital.

Deuda de largo plazo a capital contable

La **razón deuda de largo plazo a capital contable** mide la relación entre la deuda a largo plazo (que por lo general se define como todos los pasivos no circulantes) y el capital contable. Una razón superior a 1:1 indica mayor financiamiento de deuda a largo plazo en comparación con el capital contable. Comúnmente se le denomina razón de deuda a capital y se calcula así:

$$\frac{\text{Deuda a largo plazo}}{\text{Capital de los accionistas}}$$

Para el año 11 de Campbell Soup, la razón entre deuda a largo plazo y capital contable es igual a:

$$\frac{2\,355.6^{(a)} \text{ dls.} - 1\,278^{(b)} \text{ dls.}}{1\,793.4^{(c)} \text{ dls.}} = 0.60$$

[(a)] Deuda total
[(b)] Total del pasivo circulante
[(c)] Capital de los accionistas

Deuda de corto plazo a deuda total

La razón de la deuda con vencimiento en el corto plazo en relación con la deuda total es un indicador importante de las necesidades de efectivo y financiamiento a corto plazo de una compañía. La deuda a corto plazo, a diferencia de la deuda a largo plazo o las necesidades de fondos de amortización, es un indicador de la dependencia de la empresa del financiamiento a corto plazo (sobre todo bancario). La deuda a corto plazo está sujeta por lo general a cambios frecuentes en las tasas de interés.

Interpretación de las mediciones de la estructura del capital

Los análisis porcentuales y de razones de la estructura del capital son, principalmente, mediciones del *riesgo* de la estructura del capital de una empresa. Cuanto más elevada sea la proporción de deuda, tanto mayores serán los gastos fijos por intereses y pago de la deuda y mayor será la probabilidad de insolvencia durante periodos de contracción de las utilidades o dificultades financieras. Las mediciones de la estructura del capital sirven como *mecanismos de examen*. Por ejemplo, cuando la razón de deuda a capital contable es relativamente pequeña (10% o menos), no hay motivo de preocupación sobre este aspecto de la situación financiera de una empresa, y probablemente sea mejor dirigir el análisis a otros puntos. En caso de que el análisis revele que la deuda forma parte importante de la capitalización, entonces es necesario llevar a cabo un análisis mayor. Un análisis amplio debe centrarse en varios aspectos diferentes de la situación financiera de una compañía, los resultados de las operaciones y las perspectivas a futuro.

El análisis de la liquidez a corto plazo siempre es importante porque antes de evaluar la solvencia a largo plazo es necesario establecer la supervivencia financiera a corto plazo de la compañía. Ya se describieron varios análisis de la liquidez a corto plazo en este capítulo. Los convenios de préstamo y las escrituras de bonos que requieren el mantenimiento de niveles mínimos del capital de trabajo son prueba de la importancia de la liquidez a corto plazo para garantizar la solvencia a largo plazo de una compañía. Otras pruebas analíticas de importancia incluyen el examen de los vencimientos de la deuda (en cuanto a cantidad y plazo), los costos de los intereses y los factores que implican riesgos. Estos últimos incluyen la estabilidad o persistencia de las utilidades de una compañía, el desempeño de la industria y la composición de los activos.

INCUMPLIMIENTO DE PAGO
Un estudio indicó que menos de 1% de las compañías que obtienen la calificación "A" han incurrido en incumplimiento de sus obligaciones de deuda. Esto contrasta con 35% de las compañías con calificación "B" que han incurrido en incumplimiento.

Medidas de la solvencia basadas en los activos

En esta sección se describen dos categorías de análisis basados en los activos de la solvencia de una compañía.

Composición de los activos en el análisis de la solvencia

Los activos que emplea una compañía en sus actividades de operación determinan en cierta medida las fuentes de financiamiento. Por ejemplo, los activos fijos y otros activos a largo plazo por regla general no se financian con préstamos a corto plazo. Estos activos a largo plazo se financian por lo general con capital de los accionistas comunes. El capital de deuda es también una fuente común de financiamiento de los activos a largo plazo, en particular en industrias como las de servicios públicos, donde las fuentes de ingresos son estables.

El **análisis de la composición de los activos** es una herramienta importante para evaluar la exposición al riesgo de la estructura del capital de una empresa. Por lo común, la composición de los activos se evalúa usando estados porcentuales de los saldos de los activos. La figura 10.4 muestra un análisis porcentual de los activos de Tennessee Teletech (el pasivo y el capital se analizan en la figura 10.3). A juzgar por la distribución de los activos y la estructura relacionada del capital, se observa que en virtud de que una proporción



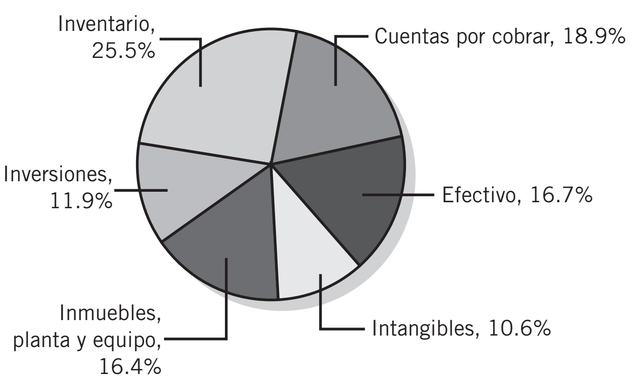


Figura 10.4 ***Composición de los activos de Tennessee Teletech: Análisis porcentual***

Activo circulante		
Efectivo	$376 000	16.7%
Cuentas por cobrar (neto)	425 000	18.9
Inventario de mercancías	574 000	25.5
Total del activo circulante	1 375 000	61.1
Inversiones	268 000	11.9
Inmuebles, planta y equipo (neto)	368 000	16.4
Intangibles	239 000	10.6
Total del activo	$2 250 000	100.0%

relativamente alta de los activos es a corto plazo (61%), una posición de 41% del total del pasivo no es excesiva. El análisis y las mediciones subsiguientes podrían modificar o reafirmar esta interpretación preliminar.

COBERTURA DE LAS UTILIDADES

El estudio de las mediciones de la estructura del capital reconoce la utilidad que éstas tienen como mecanismos de examen. Constituyen un medio valioso de decidir si el riesgo inherente a la estructura del capital de una empresa requiere un análisis más a fondo. Una limitación de las mediciones de la estructura del capital es su incapacidad de centrarse en la disponibilidad de los flujos de efectivo para cubrir el servicio de la deuda de la empresa. A medida que la deuda se va liquidando, las mediciones de la estructura del capital de ordinario *mejoran* mientras que las necesidades anuales de efectivo para el pago de intereses o fondos de amortización continúan siendo *fijas* o *aumentan* (ejemplos de lo segundo incluyen deuda con pagos uniformes que tienen cláusulas de reembolso total o bonos de cupón cero). Esta limitación destaca la importante función de la **cobertura de las utilidades** de una compañía, o *capacidad para generar utilidades*, como fuente de los reembolsos de intereses y principal. Aunque las compañías muy rentables pueden enfrentar problemas de liquidez a corto plazo debido a la composición de los activos, debe recordarse que las utilidades a largo plazo son la principal fuente de liquidez, solvencia y capacidad crediticia.

Relación entre utilidades y gastos fijos

La relación entre utilidades y gastos fijos forma parte del **análisis de la cobertura de las utilidades**. Las mediciones de la cobertura de las utilidades se centran en la relación entre los gastos fijos relacionados con la deuda y las utilidades disponibles de la compañía para satisfacer estos cargos. Estas mediciones son factores importantes en las calificaciones de la deuda (véase el apéndice 10A). En las escrituras de emisión de bonos a menudo se especifican niveles mínimos de cobertura de las utilidades para la emisión de deuda adicional. Las disposiciones de la Comisión de Valores y Bolsa de Estados Unidos exigen que la razón de *utilidades a gastos fijos* se informe en el prospecto de todos los títulos de deuda registrados. La medida típica de la **razón de utilidades a gastos fijos** es:

$$\frac{\text{Utilidades disponibles para gastos fijos}}{\text{Gastos fijos}}$$

El concepto que fundamenta esta medida es muy sencillo. Sin embargo, la aplicación de esta medida es complicada por lo incluido en las "utilidades disponibles para gastos fijos" y en los "gastos fijos".

Cálculo de las utilidades disponibles para gastos fijos

Anteriormente se explicaron las diferencias entre el ingreso determinado mediante la contabilidad basada en acumulaciones y el efectivo de las operaciones (véanse capítulos 2, 6 y 7). Por ejemplo, ciertas partidas de ingresos, como las utilidades no distribuidas de las subsidiarias y las ventas a crédito, no generan entradas inmediatas de efectivo (aunque la oficina matriz puede determinar dividendos para subsidiarias controladas). Asimismo, ciertos gastos, tales como depreciación, amortización, agotamiento y cargos por impuestos diferidos, no requieren desembolsos de efectivo. Estas distinciones son importantes porque los cargos de deuda fijos se pagan con el efectivo y no con las utilidades. El análisis debe reconocer que la utilidad neta sin ajustar no es necesariamente una buena medida del efectivo disponible para gastos fijos. En ocasiones, el empleo de las utilidades como una aproximación del efectivo procedente de las operaciones resulta apropiado, mientras que otras veces expresa de modo erróneo la cantidad disponible para pagar los gastos fijos. El método que aquí se usa para abordar este problema no se relaciona con las generalizaciones, sino con el análisis cuidadoso de los ingresos no en efectivo y las partidas de gastos que componen las utilidades. Por ejemplo, al analizar la depreciación como un gasto no en efectivo, es preciso recordar la necesidad a largo plazo de que la compañía sustituya la maquinaria y el equipo.

El nivel de ingreso utilizado en el cálculo de las razones de cobertura de las utilidades merece atención. Hay que reflexionar en la pregunta: ¿Qué nivel de ingreso es más representativo de la cantidad que realmente estará disponible en periodos futuros para pagar gastos fijos relacionados con la deuda? El promedio de utilidades generadas de las operaciones continuas que abarcan todo el ciclo económico y se ajustan con base en los probables cambios futuros son tal vez una buena aproximación del promedio de efectivo disponible de las operaciones futuras para pagar los gastos fijos. Si uno de los objetivos de una razón de cobertura de las utilidades es medir la máxima exposición al riesgo de un acreedor, una cifra apropiada de utilidades es aquella que aparece en el punto bajo del ciclo económico de la compañía.

Cálculo de los gastos fijos

El segundo componente más importante de la razón de utilidades a gastos fijos es, precisamente, los gastos fijos. En esta sección se examinan los gastos fijos que por regla general se incluyen en el cálculo. El análisis de los gastos fijos exige que se tomen en consideración varios componentes importantes.

Interés incurrido. El interés incurrido es el gasto fijo más directo y evidente que surge de la deuda. Resulta posible estimar con aproximación la cantidad de intereses incurridos si se consulta la información obligatoria sobre *intereses pagados* en el estado de flujos de efectivo. El interés incurrido difiere de los intereses pagados declarados debido a razones que incluyen: 1) cambios en los intereses por pagar, 2) intereses capitalizados netos, y 3) descuento y amortización de primas. A falta de información, los intereses pagados constituyen una buena aproximación del interés incurrido.

Interés implícito en obligaciones de arrendamiento. En el capítulo 3 se explicó el reconocimiento contable de los arrendamientos como mecanismos de financiamiento. Cuando se capitaliza un arrendamiento, la parte correspondiente a intereses del pago del arrendamiento se incluye en el gasto por intereses en el estado de resultados, mientras que la mayor parte del saldo se considera por lo general reembolso de la obligación del principal. Una pregunta surge cuando el análisis descubre ciertos arrendamientos que deberían capitalizarse, pero no lo son. Esta pregunta va más allá de la interrogante contable respecto a si la capitalización es apropiada o no. Debe recordarse que un arrendamiento a largo plazo representa una obligación fija que debe reconocerse en el cálculo de la razón de utilidades a gastos fijos.

Requisitos de pago de dividendos sobre acciones preferentes de subsidiarias de propiedad mayoritaria. Éstos se consideran gastos fijos porque tienen prioridad sobre la distribución de utilidades con respecto a la empresa matriz. Las partidas que se eliminarían o eliminan en la

consolidación no deben verse como gastos fijos. Debe recordarse que todos los gastos fijos no deducibles de impuestos tienen que ajustarse por los impuestos. Esto se hace aumentándolos en una cantidad igual al impuesto sobre utilidades requerido para producir un ingreso después de impuestos que sea suficiente para cubrir estos gastos fijos. Los requisitos de pago de dividendos sobre acciones preferentes de subsidiarias de propiedad mayoritaria son un ejemplo de un gasto fijo no deducible de impuestos. Para calcular la cantidad "bruta", se efectúa un ajuste:

$$\frac{\text{Requisitos de pago de dividendos sobre acciones preferentes}}{1 - \text{Tasa tributaria efectiva}}$$

Requisitos de reembolso del principal. Las obligaciones de reembolso del principal son, desde la perspectiva de los desembolsos de efectivo, tan onerosas como las obligaciones de pago de intereses. En el caso de los pagos de arrendamiento, las obligaciones de una compañía de pagar el principal y los intereses deben cumplirse de manera simultánea. Para explicar el hecho de que las necesidades de reembolso del principal no se reconozcan en los cálculos de la razón de utilidades a gastos fijos, se han propuesto varias causas, entre otras:

- La razón de utilidades a gastos fijos se basa en el ingreso. Lo anterior supone que si la razón se ubica en un nivel satisfactorio, la compañía es capaz de refinanciar las obligaciones al vencimiento. En consecuencia, no es necesario cubrirlas con fondos procedentes de las utilidades.
- Si una compañía tiene una razón aceptable de deuda a capital, debe ser capaz de conseguir otros préstamos por cantidades equivalentes a los reembolsos del principal.
- La inclusión puede resultar en una doble contabilidad. Por ejemplo, los fondos recuperados por la depreciación se usan para pagar la deuda. Si las utilidades reflejan una deducción por depreciación, entonces los gastos fijos no deben incluir los reembolsos del principal. Este argumento tiene cierto valor si la deuda se usa para adquirir activos fijos susceptibles de depreciarse y si hay cierta correspondencia entre la pauta de depreciación y los reembolsos del principal. Debe reconocerse que la depreciación de ordinario se recupera sólo de las operaciones rentables o por lo menos en punto de equilibrio. Por lo tanto, la validez de este argumento está sujeta a estas condiciones. También debe reconocerse que la definición de *utilidades* en la razón de utilidades a gastos fijos hace hincapié en el efectivo de las operaciones que está disponible para cubrir gastos fijos. El uso de este concepto elimina el problema de la doble contabilidad, puesto que los cargos no en efectivo, como la depreciación, se restituirían en la utilidad neta al calcular la cobertura de las utilidades.
- Uno de los problemas que se presentan al incluir las necesidades de pago de la deuda en los gastos fijos es que no todos los contratos de deuda prevén fondos de amortización u otras obligaciones semejantes. Toda asignación arbitraria del endeudamiento a lo largo de varios periodos sería poco realista y pasaría por alto las diferencias en las presiones sobre los recursos en efectivo que ejercen los pagos reales de la deuda a través de varios periodos. A la larga, los vencimientos y los pagos globales tienen que satisfacerse en su totalidad. Una solución radica en el análisis cuidadoso de las necesidades de pago de la deuda. Este análisis sirve como base para evaluar el efecto de estas necesidades en la solvencia a largo plazo. Es arriesgado suponer que la deuda puede refinanciarse, transferirse a otros ejercicios, o pagarse con efectivo generado de las operaciones actuales. Para ser más precisos, en el análisis de la solvencia a largo plazo deben reconocerse las necesidades de pago de la deuda y cuándo se deben cubrir. La inclusión de fondos de amortización u otras necesidades de pago anticipado en los gastos fijos constituye una manera de reconocer estas obligaciones. Otra manera consiste en utilizar las necesidades de pago de la deuda a lo largo de un periodo de 5 a 10 años en el futuro y relacionarlas con fondos después de impuestos que se espera estén disponibles de las operaciones.

Garantías para pagar gastos fijos. Las garantías para pagar gastos fijos de subsidiarias no consolidadas o de personas (entidades) no afiliadas deben sumarse a los gastos fijos si la necesidad de cumplir la garantía es inminente.

Otros gastos fijos. Aunque los pagos de intereses y las obligaciones de reembolso del principal son los gastos fijos más directamente relacionados con el incurrimiento en deuda, no hay razón para restringir el análisis de la solvencia a largo plazo a estos cargos o compromisos. Un análisis minucioso de los gastos fijos debe incluir todas las obligaciones de pago de arrendamientos a largo plazo[5] (no sólo la parte de los intereses), y especialmente los pagos que deben efectuarse bajo contratos que no pueden cancelarse. La razón por la que los arrendamientos a corto plazo pueden excluirse de consideración en los gastos fijos es que representan obligaciones de duración limitada, por lo general menos de tres años. En consecuencia, estos arrendamientos pueden discontinuarse en un periodo de adversidad financiera. El análisis debe evaluar qué tan necesarios son estos objetos arrendados para la operación continua de la compañía. Otros cargos que no se relacionan directamente con la deuda, pero que se consideran compromisos a largo plazo de carácter fijo, son los contratos de compra a largo plazo no cancelables que exceden las necesidades normales.

Cálculo de la razón de utilidades a gastos fijos

La fórmula común, adoptada por la Comisión de Valores y Bolsa de Estados Unidos (SEC), para calcular la razón de utilidades a gastos fijos es:

$$\frac{\left[\begin{array}{c}a)\text{ Utilidad antes de impuestos de las operaciones continuas } \textit{más } b)\text{ Gasto por intereses } \textit{más}\\ c)\text{ Amortización del gasto por deuda y descuento o prima } \textit{más } d)\text{ Parte correspondiente a intereses}\\ \text{de los gastos de arrendamientos de operación } \textit{más } e)\text{ Obligaciones de pago de dividendos sobre}\\ \text{acciones preferentes de subsidiarias de propiedad mayoritaria, ajustadas por los impuestos } \textit{más}\\ f)\text{ Monto de los intereses previamente capitalizados que se amortizaron en el periodo } \textit{menos}\\ g)\text{ Utilidades no distribuidos de subsidiarias o filiales cuya propiedad es menor que 50\%}\end{array}\right]}{\left[\begin{array}{c}h)\text{ Total de interés incurrido } \textit{más } c)\text{ Amortización del gasto por deuda y descuento o prima } \textit{más}\\ d)\text{ Parte correspondiente a intereses de los gastos de arrendamientos de operación } \textit{más}\\ e)\text{ Obligaciones de pago de dividendos sobre acciones preferentes de subsidiarias de propiedad}\\ \text{mayoritaria, ajustadas por los impuestos}\end{array}\right]}$$

Los componentes de esta razón están marcados de *a-h* y se explican con detalle a continuación:

a) Utilidad antes de impuestos y antes de operaciones discontinuas, partidas extraordinarias y efectos acumulativos de cambios contables.
b) Interés incurrido menos interés capitalizado.
c) Por lo general se incluye en gastos por intereses.
d) Los arrendamientos financieros se capitalizan de modo que el interés implícito en éstos ya está incluido en el gasto por intereses. Sin embargo, la parte correspondiente a intereses de los arrendamientos de operación a largo plazo se incluye bajo el supuesto de que muchos arrendamientos de operación a largo plazo escapan por poco a los criterios de arrendamiento de capital, pero tienen muchas de las características de una transacción financiera.
e) Excluye todas las partidas eliminadas de la consolidación. El monto de los dividendos aumenta a las utilidades antes de impuestos que se requieren para pagarlos.[6]
f) Aplica a empresas que no son de servicios públicos. Esta cantidad no suele informarse.
g) La participación minoritaria en el ingreso de subsidiarias de propiedad mayoritaria que tienen gastos fijos puede incluirse en el ingreso.
h) Se incluye ya sea capitalizado, o como gasto.

[5] Los arrendamientos a largo plazo capitalizados afectan el ingreso por el cargo de intereses implícito en ellos y la amortización del derecho de propiedad. Considerar el componente “principal” de estos arrendamientos como gastos fijos (después de reducir el ingreso por la amortización del derecho de propiedad) puede resultar en una doble contabilidad.

[6] Se calcula como (Requisitos de pago de dividendos sobre acciones preferentes)/(1 – Tasa del impuestos sobre la renta). La tasa tributaria se calcula como: Provisión real para pago de impuestos/Utilidad antes de impuestos, partidas extraordinarias y efecto acumulativo de los cambios contables.

Para facilitar la presentación, se excluyen dos partidas (provisiones) de la razón anterior, pero deben incluirse cuando existan:

1. Las pérdidas de subsidiarias de propiedad mayoritaria deben considerarse *en su totalidad* al calcular las utilidades.
2. Las pérdidas de inversiones en subsidiarias de propiedad menor a 50% contabilizadas por el método de participación no deben incluirse en las utilidades *a menos* que la compañía garantice las deudas de las subsidiarias.

Por último, la Comisión de Valores y Bolsa (SEC) estipula que si la razón de utilidades a gastos fijos es menor que 1.0, debe registrarse el monto de las utilidades insuficiente para cubrir los gastos fijos.

Ilustración de la razón de utilidades a gastos fijos

En esta sección se explica el cálculo real de la razón de utilidades a gastos fijos. El primer caso se centra en CompuTech Corp., cuyo estado de resultados se presenta en la figura 10.5 junto con notas seleccionadas. Usando esta información de CompuTech (en miles de dólares), se calcula la razón de utilidades a gastos fijos como sigue (las letras refieren a la definición de la razón):

$$\frac{2200 \text{ dls. } (a) + 700 \text{ dls. } (b \text{ y } c) + 300 \text{ dls. } (d) + 80 \text{ dls. } (f) + 600 \text{ dls. } (g) + 700^{*} \text{ dls.}}{840 \text{ dls. } (h) + 60 \text{ dls. } (c) + 300 \text{ dls. } (d)}$$

**Nota:* La Comisión de Valores y Bolsa de Estados Unidos (SEC) permite la inclusión en el ingreso del interés minoritario en el ingreso de subsidiarias de propiedad mayoritaria que tienen gastos fijos. Esta cantidad se suma para revertir una deducción similar del ingreso.

Cálculo pro forma de la razón de utilidades a gastos fijos

En situaciones en que los gastos fijos aún no han sucedido se reconocen en el cálculo de la razón de utilidades a gastos fijos (como los costos de interés en una posible emisión de deuda), es aceptable estimar los beneficios compensatorios que se esperan de estas entradas de efectivo en el futuro e incluirlas en las utilidades pro forma. Los beneficios derivados de la posible deuda pueden medirse de varias maneras, incluidos los ahorros en intereses derivados de una actividad de refinanciamiento planeado, ingreso de inversiones a corto plazo donde el producto puede invertirse, u otras estimaciones razonables de beneficios futuros. Cuando el efecto de un plan de refinanciamiento en perspectiva cambia la razón en 10% o más, la Comisión de Valores y Bolsa por lo general exige que el cálculo pro forma de la razón refleje los cambios que se efectuarán bajo el plan.

Análisis de la cobertura de intereses

Otra medida de la cobertura de las utilidades es la **razón de cobertura de intereses** (también llamada razón de cargos de interés fijo). Esta razón considera el interés como el único gasto fijo que necesita cobertura de las utilidades:

$$\frac{\text{Ingreso} + \text{Gasto por impuestos} + \text{Gastos por intereses}}{\text{Gasto por intereses}}$$

En ocasiones, se dice que el numerador de esta razón son las utilidades antes de intereses e impuestos, o EBIT (Earnings before interest and taxes), y por lo tanto, la razón se denomina EBIT/I. La razón de cobertura de intereses es una medida simplificada. Pasa por alto la mayoría de los ajustes tanto en el numerador como en el denominador que se estudiaron en la razón de utilidades a gastos fijos. Aunque este cálculo es sencillo, también es potencialmente engañoso y no es una herramienta de análisis tan eficaz como la razón de utilidades a gastos fijos.

Figura 10.5

COMPUTECH CORPORATION
Estado de resultados

Ventas netas		$13 400 000
Ingreso de filiales de propiedad menor a 50% (todo sin distribuir)		600 000
Total de ingresos		14 000 000
Costo de los bienes vendidos	$7 400 000	
Gastos de venta, generales y administrativos	1 900 000	
Depreciación (se excluye de los costos anteriores)[1]	800 000	
Gasto por intereses, neto[2]	700 000	
Gasto de alquiler[3]	800 000	
Participación de intereses minoritarios en el ingreso consolidado[4]	200 000	(11 800 000)
Utilidad antes de impuestos		2 200 000
Impuesto sobre utilidades		
Corriente	800 000	
Diferido	300 000	(1 100 000)
Ingreso antes de partidas extraordinarias		1 100 000
Ganancia extraordinaria (neto, después de deducir 67 000 dls. de impuestos)		200 000
Utilidad neta		$ 1 300 000
Dividendos		
Sobre acciones comunes	$ 200 000	
Sobre acciones preferentes	400 000	(600 000)
Utilidades retenidas en el año		$ 700 000

Notas seleccionadas de los estados financieros:

[1] La depreciación incluye amortización de intereses capitalizados anteriormente por 80 000 dólares.

[2] El gasto por intereses consiste en:

Interés incurrido (excepto las partidas siguientes)	*$740 000*
Amortización de descuento de bonos	*60 000*
Parte correspondiente a intereses de arrendamientos capitalizados	*100 000*
Intereses capitalizados	*(200 000)*
Gasto por intereses	*$700 000*

[3] El interés implícito en arrendamientos no capitalizados asciende a 300 000 dólares.

[4] Estas subsidiarias tienen gastos fijos.

Información adicional (para el periodo que abarca el estado de resultados):

Aumento en las cuentas por cobrar	*$310 000*
Aumento en inventarios	*180 000*
Aumento en las cuentas por pagar	*140 000*
Disminución en los impuestos acumulados	*20 000*

Relación entre el flujo de efectivo y los gastos fijos

Las compañías tienen que pagar los gastos fijos en efectivo mientras que la utilidad neta incluye ingresos ganados y gastos incurridos que no necesariamente generan o requieren efectivo inmediato. En esta sección se describe una medida basada en el efectivo de la cobertura de los gastos fijos para subsanar esta limitación.

Razón de flujo de efectivo a gastos fijos

La **razón de flujo de efectivo a gastos fijos** se calcula con el *efectivo procedente de las operaciones* en lugar de las utilidades en el numerador de la razón de utilidades a gastos fijos. El efectivo de las operaciones se registra en el estado de flujos de efectivo. La razón de flujo de efectivo a gastos fijos se define así:

$$\frac{\text{Flujo de efectivo de operación antes de impuestos} + \text{Ajustes } (b) \text{ a } (g) \text{ definidos en la página 531}}{\text{Gastos fijos}}$$

Usando los datos financieros de CompuTech que se presentan en la figura 10.5, se calcula el efectivo de las operaciones antes de impuestos para esta razón como sigue:

Ingresos antes de impuestos	$2 200 000
Más (menos) ajustes en la base de efectivo	
Depreciación	800 000
Impuestos diferidos (ya restituidos)	—
Amortización del descuento sobre bonos	60 000
Participación del interés minoritario en el ingreso	200 000
Utilidades no distribuidas de las filiales	(600 000)
Aumento en las cuentas por cobrar	(310 000)
Aumento en los inventarios	(180 000)
Aumento en las cuentas por pagar	140 000
Reducción en impuestos acumulados	(20 000)
Efectivo de las operaciones antes de impuestos	$2 290 000

Los gastos fijos que necesitan sumarse al efectivo de las operaciones antes de impuestos son:

Efectivo de las operaciones antes de impuestos	$2 290 000
Gastos por intereses (menos descuento sobre bonos restituido arriba)	640 000
Parte correspondiente a intereses de los gastos de arrendamiento de operación	300 000
Monto de los intereses previamente capitalizados que se amortizaron durante el periodo*	—
Total del numerador	$3 230 000

*Se asume que se incluyó en la depreciación (ya restituida).

El numerador no refleja una deducción de 600 000 dólares (ingreso no distribuido de las filiales) porque, siendo una fuente no en efectivo, ya se dedujo para obtener el efectivo de las operaciones antes de impuestos. Además, la “participación del interés minoritario en el ingreso consolidado” ya se restituyó para obtener el efectivo de las operaciones antes de impuestos. Los gastos fijos para el denominador de la razón son:

Intereses incurridos	$ 900 000
Parte correspondiente a intereses de los arrendamientos de operación	300 000
Gastos fijos	$1 200 000

La razón de flujo de efectivo a gastos fijos de CompuTech se calcula como sigue:

$$\frac{3\,230\,000 \text{ dls.}}{1\,200\,000 \text{ dls.}} = 2.69$$

Permanencia del efectivo de las operaciones

La relación entre los flujos de efectivo de las operaciones de una compañía y los gastos fijos es importante para el análisis de la solvencia a largo plazo. Debido a la importancia de esta relación, se evalúa la "permanencia" de los flujos de efectivo de las operaciones. Habitualmente, esto se hace para evaluar los componentes que constituyen los flujos de operación. Por ejemplo, la restitución de la depreciación a la utilidad neta es más permanente que la utilidad neta porque la recuperación de la depreciación a partir de las ventas antecede el recibo de cualquier ingreso. Para todas las empresas, los precios de venta tienen que reflejar (en el largo plazo) el costo de la planta y el equipo que se usa en la producción. La restitución de la depreciación presupone que hay beneficios del flujo de efectivo por la recuperación de la depreciación para pagar el servicio de la deuda. Esta presunción es válida sólo a corto plazo. A largo plazo, esta recuperación del efectivo tiene que dedicarse a reponer la planta y el equipo. Puede haber una excepción con la restitución de partidas como la amortización del crédito mercantil que no necesariamente se sustituyen o agotan. La permanencia de los cambios en el capital de trabajo de operación (activo circulante de operación menos pasivo circulante de operación), que es componente de los flujos de efectivo de operación, suele ser muy difícil de evaluar. El capital de trabajo de operación se relaciona más con las ventas que con el Utilidad antes de impuestos y, por lo tanto, a menudo es más estable que los flujos de efectivo de operación.

Cobertura de las utilidades de los dividendos preferentes

El análisis de las acciones preferentes a menudo se beneficia de la medida de la cobertura de las utilidades de los dividendos preferentes. Este análisis se parece al análisis de cómo las utilidades cubren los gastos fijos relacionados con la deuda. La SEC exige la revelación de la razón de gastos fijos combinados y dividendos preferentes en el prospecto de todos los ofrecimientos de acciones preferentes. El cálculo de la cobertura de las utilidades de los dividendos preferentes tiene que incluir en los gastos fijos todos los gastos que tienen precedencia sobre los dividendos preferentes. En virtud de que los dividendos preferentes no son deducibles de impuestos, el ingreso después de impuestos tiene que usarse para cubrirlos. En consecuencia, la **razón de cobertura de las utilidades de los dividendos preferentes** se calcula como sigue:

$$\frac{\text{Utilidad antes de impuestos} + \text{Ajustes } (b) \text{ a } (g) \text{ definidos en la página 532}}{\text{Gastos fijos} + \left(\dfrac{\text{Dividendos preferentes}}{1 - \text{Tasa tributaria}}\right)}$$

Usando los datos financieros de CompuTech Corp. en la figura 10.5, se puede calcular la razón de cobertura de las utilidades de los dividendos preferentes. Esto es igual a usar la razón de utilidades a gastos fijos de CompuTech (calculada anteriormente) y sumar la necesidad de pagar dividendos preferentes ajustados por impuestos. El cálculo de la razón de la cobertura de las utilidades a dividendos preferentes es (miles de dólares):

$$\frac{2200 \text{ dls. } (a) + 700 \text{ dls. } (b \text{ y } c) + 300 \text{ dls. } (d) + 80 \text{ dls. } (f) - 600 \text{ dls. } (g) + 200^{*} \text{ dls.}}{840 \text{ dls. } (h) + 60 \text{ dls. } (c) + 300 \text{ dls. } (d) + \left(\dfrac{400^{\dagger} \text{ dls.}}{1 - 0.50}\right)} = 1.44$$

Nota: Las letras se refieren a los componentes en la razón de utilidades a gastos fijos (véase página 532).
* Interés minoritario en el ingreso de subsidiarias de propiedad mayoritaria (véase exposición anterior).
† Requisito de pago de dividendos sobre acciones preferentes, ajustado por impuestos.

Si hay dos o más emisiones de acciones preferentes en circulación, la razón de cobertura generalmente se calcula por cada emisión, omitiendo los requisitos de dividendos de las emisiones menores e incluyendo todos los gastos fijos anteriores y las emisiones mayores de dividendos preferentes.

Interpretación de las mediciones de cobertura de las utilidades

Las mediciones de cobertura de las utilidades permiten entender la capacidad de una empresa para cumplir con el pago de sus gastos fijos con dinero de las utilidades actuales. Existe una marcada correlación entre las mediciones de cobertura de las utilidades y la tasa de incumplimiento en el pago de la deuda; esto es, mientras más alta sea la cobertura, menor será la tasa de incumplimiento. Un estudio de la experiencia de los acreedores con la deuda reveló las siguientes tasas de incumplimiento y rendimiento para la deuda clasificada de acuerdo con las razones de cobertura de intereses:

Razón de cobertura de intereses	Tasa de incumplimiento	Rendimiento prometido	Rendimiento realizado	Tasa de pérdida
3.0 y mayor	2.1%	4.0%	4.9%	−0.9%
2.0-2.9	4.0	4.3	5.1	−0.8
1.5-1.9	17.9	4.7	5.0	−0.3
1.0-1.4	34.1	6.8	6.4	0.4
Menor que 1.0	35.0	6.2	6.0	0.2

La atención que se pone en las mediciones de cobertura de las utilidades es realista porque los acreedores atribuyen un peso muy considerable a la capacidad de una compañía para cumplir sus operaciones y continuar operando. Una mayor tasa de rendimiento sobre la deuda rara vez compensa a los acreedores por el riesgo de perder el principal. Si la probabilidad de que una empresa cumpla sus obligaciones mediante la operación continua no es alta, el riesgo de los acreedores es considerable.

Importancia de la variabilidad y la persistencia de las utilidades para la cobertura de las utilidades

Un factor importante para evaluar las mediciones de cobertura de las utilidades es el comportamiento de las utilidades y los flujos de efectivo a través del tiempo. Cuanto más estable sea la pauta de las utilidades de una empresa o de la industria, tanto menor será la medida aceptable de cobertura de las utilidades. Por ejemplo, una empresa de servicios públicos experimenta pocos altibajos económicos y, por lo tanto, se acepta una razón menor de cobertura de las utilidades. En contraste, las compañías cíclicas, como los fabricantes de maquinaria, pueden experimentar bajas y alzas pronunciadas en sus resultados. Esta incertidumbre orilla a exigir una razón más elevada de cobertura de las utilidades a estas compañías. Tanto la *variabilidad* como la *persistencia de las utilidades* son mediciones comunes de esta incertidumbre a través del tiempo. El análisis puede usar una o ambas mediciones a fin de determinar la norma aceptada para la cobertura de las utilidades. La persistencia de las utilidades a menudo se mide como la (auto)correlación de las utilidades a través del tiempo.

Importancia de las mediciones y los supuestos de la cobertura de las utilidades

La determinación de un nivel aceptable de cobertura de las utilidades depende del método para calcular la medida de la cobertura de las utilidades. En este capítulo se describen varias mediciones de la cobertura de las utilidades. Muchas de estas mediciones suponen definiciones diferentes

de *utilidades* y *gastos fijos*. Cuando se emplean las definiciones más exigentes y rigurosas cabe esperar niveles menores en las mediciones de la cobertura de las utilidades. Tanto la SEC como el cálculo de la razón de cobertura de las utilidades a gastos fijos usan las utilidades *antes* de las operaciones discontinuadas, las partidas extraordinarias y los efectos acumulados de los cambios contables. Aunque la exclusión de estas tres partidas produce una corriente de utilidades menos variable, también excluye componentes importantes que forman parte de las actividades mercantiles de una empresa. En consecuencia, se sugiere que estos componentes se incluyan en el cálculo de la razón de cobertura *promedio* a lo largo de varios años. El nivel aceptable también varía con la medida de las utilidades; por ejemplo, las utilidades medidas como el desempeño promedio, peor, mejor, o mediano. La calidad de las utilidades es otro factor importante. No deben calcularse razones de cobertura de las utilidades usando atajos o medios deliberadamente conservadores. Por ejemplo, el uso del ingreso después de impuestos en el cálculo de las razones de cobertura donde los gastos fijos son deducibles de impuestos es incorrecto y utiliza el conservadurismo de manera impropia. El nivel aceptable de cobertura debe reflejar, en última instancia, la disposición y capacidad para incurrir en riesgo (en relación con el rendimiento esperado). El apéndice 10A menciona los niveles aceptables de las razones de cobertura que utilizan las agencias calificadoras para analizar los títulos de deuda.

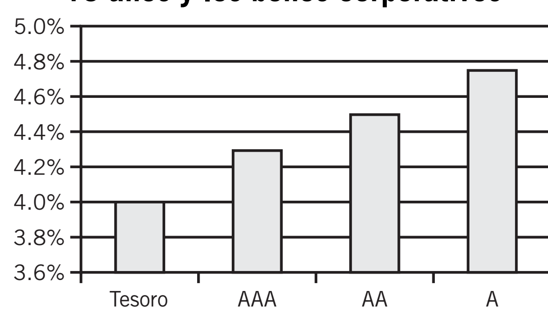
Riesgo y rendimiento de la estructura del capital

Resulta útil considerar los avances recientes en las innovaciones financieras para evaluar el riesgo inherente a la estructura del capital de una empresa. Una compañía puede aumentar los riesgos (y los posibles rendimientos) de los accionistas mediante el incremento del apalancamiento. Por ejemplo, una *compra apalancada* usa deuda para privatizar una compañía mediante la compra de las acciones que cotizan en bolsa. Los adquirentes dependen de los flujos de efectivo futuros para pagar el servicio de la deuda y de las ventas anticipadas de activos para reducirla. Otro posible beneficio del apalancamiento es la deducibilidad de impuestos de los intereses, mientras que los dividendos pagados a los accionistas no son deducibles de impuestos. Con todo, la sustitución de capital por deuda produce una estructura de capital más riesgosa. Es por eso que los bonos que se usan para financiar ciertas compras apalancadas se llaman *bonos basura* (*junk bonds*) o *especulativos*. Un bono basura, a diferencia de otros de alta calidad, forma parte de una estructura de capital de alto riesgo cuando los pagos de los intereses del bono apenas se cubren con las utilidades. Las adversidades económicas rápidamente ponen en peligro los pagos de los intereses y el principal de los bonos basura. Estos bonos plantean más riesgo para el capital que seguridad en el pago de la deuda.

La experiencia financiera recuerda continuamente a aquellos que olvidan la relación entre riesgo y rendimiento. No es de sorprender que en periodos financieros altamente especulativos proliferen los títulos de riesgo. Lo que sorprende es la negativa de algunos a comprender el significado de la palabra *basura* aplicada a los bonos. Asimismo, los bonos de cupón cero difieren todos los pagos de interés hasta el vencimiento y ofrecen varias ventajas sobre las emisiones normales de deuda. Sin embargo, cuando se emiten por compañías que tienen historiales crediticios no muy buenos, el riesgo con los bonos de cupón cero es considerablemente mayor que con la deuda normal, debido a la incertidumbre de recibir los intereses y el principal dentro de muchos años. Otra innovación financiera llamada *títulos y valores de pago en especie* (PIK, Payment in kind) paga intereses emitiendo deuda adicional. El supuesto es que el deudor, posiblemente demasiado débil para pagar intereses en la actualidad, tendrá suficiente éxito en el futuro para pagar más adelante. Aunque las innovaciones en el financiamiento de las actividades mercantiles de las empresas continúan, y cada vez se acuñan más neologismos, el análisis tiene que enfocarse en la sustancia y no en la forma. La verdad básica sobre la relación entre riesgo y rendimiento en una estructura de capital no ha variado.

Los factores que contribuyen al riesgo y las herramientas de análisis disponibles que se explican en éste y anteriores capítulos señalan la necesidad de un análisis financiero minucioso y bien fundamentado. Depender de las evaluaciones crediticias o de las clasificaciones de otros constituye una delegación de las responsabilidades de análisis y evaluación. Es arriesgado depender parcial o exclusivamente de estas fuentes de análisis. No importa cuán prestigiosas sean, dichas fuentes *no pueden* captar las expectativas únicas de riesgo y rendimiento que interesan a cada quien.

APÉNDICE 10A. CALIFICACIÓN DE LA DEUDA



En la economía mundial se ha establecido un sistema integral y complejo para calificar las obligaciones de deuda. Varias empresas muy respetadas de investigación de inversiones: Moody's, Standard & Poor's (S&P), Duff and Phelps y Fitch Ratings, proveen evaluaciones. Muchas instituciones financieras también elaboran sus propias evaluaciones internas.

CALIFICACIONES CREDITICIAS DE BONOS

La calificación crediticia de los bonos es una expresión compuesta de juicio sobre la *calidad crediticia* del emisor de los bonos y la calidad del título específico que se está calificando. Una calificación mide el *riesgo de conceder crédito*, que es la probabilidad de que se presenten acontecimientos desfavorables para los intereses de los acreedores. Esta valuación de la calidad se expresa en una serie de símbolos que reflejan los grados del riesgo del crédito. En particular, los cuatro principales grados de calificación de Standard & Poor's son:

AAA Los bonos calificados AAA son las obligaciones de más alta calidad. Poseen el mayor grado de protección en lo que se refiere al principal y los intereses. En lo que respecta al mercado, se mueven con las tasas de interés y ofrecen la máxima seguridad.

AA Los bonos calificados AA también se clasifican como obligaciones de alta calidad y, en la mayoría de los casos, difieren poco de las emisiones AAA. Aquí también, los precios se mueven de acuerdo con el mercado de dinero a largo plazo.

A Los bonos calificado A se consideran de calidad alta-media. Tienen considerable fortaleza como inversión, pero no están exentos de los efectos negativos de los cambios en las condiciones económicas y comerciales. Se considera que el principal y los intereses están a salvo. Predominantemente reflejan las tasas monetarias en el comportamiento de los precios y, hasta cierto punto, las condiciones económicas.

BBB Los bonos calificados BBB, o de categoría mediana, se ubican en el límite entre las obligaciones sólidas y aquellas en las que el elemento especulativo comienza a predominar. Estos bonos tienen cobertura suficiente de activos y normalmente están protegidos por utilidades satisfactorias. Su susceptibilidad a las condiciones cambiantes, en particular las recesiones económicas, exige supervisión constante. En lo que respecta al mercado, estos bonos son más reactivos ante las condiciones económicas y comerciales que ante las tasas de interés. Esta calificación es la más baja que por regla general cumple los requisitos para inversión de la banca comercial.

Existe una variedad de calificaciones más bajas, entre otras, **BB**, de calidad baja-media a marginalmente especulativa; **B**, muy especulativa; y **D**, bonos que han caído en incumplimiento.

	CALIFICACIONES DE LA CALIDAD DE LOS BONOS	
Grados de calificación	**Standard & Poor's**	**Moody's**
Grado más alto	AAA	Aaa
Grado alto	AA	Aa
Medio alto	A	A
Medio bajo	BBB	Baa
Marginalmente especulativo	BB	Ba
Muy especulativo	B	B, Caa
Incumplimiento	D	Ca, C

Una de las razones principales por las que los títulos de deuda se califican por lo general en tanto que las acciones ordinarias no, es porque hay una uniformidad mucho mayor de método y homogeneidad en las mediciones analíticas para analizar la calidad que en las mediciones para analizar el desempeño futuro en el mercado de las acciones. Este consenso más amplio respecto a lo que se mide en el análisis de riesgo del crédito ha resultado en la aceptación y confianza en las calificaciones crediticias publicadas para varios propósitos.

Los criterios para determinar una calificación específica nunca se definen con precisión. Abarcan factores tanto *cuantitativos* (análisis comparativos y de razones) como *cualitativos*

(posición de mercado y calidad de la administración). Las principales agencias calificadoras se niegan a divulgar la combinación precisa de factores que usan para determinar las calificaciones (que por lo general son decisión de un comité). Desean evitar discusiones sobre la validez de los factores cualitativos en las calificaciones. Estas agencias calificadoras usan las técnicas de análisis que se explican en todo este libro. La siguiente descripción de los factores que influyen en la determinación de las calificaciones se basa en fuentes publicadas y en charlas con funcionarios de las agencias calificadoras.

CALIFICACIÓN DE BONOS DE COMPAÑÍAS

Para calificar una emisión de bonos industriales, la agencia calificadora se centra en la protección de activos, recursos financieros, capacidad de generar utilidades, administración, y provisiones específicas de deuda de la compañía emisora. También son importantes el tamaño de la compañía, su participación de mercado, posición en la industria, influencias cíclicas y condiciones económicas en general.

Protección de activos se refiere a la medida en que los activos cubren la deuda de una compañía. Una medida es la razón de activos tangibles netos a deuda a largo plazo. Una agencia calificadora usa un método empírico en el cual un bono necesita un valor de la razón de activos tangibles netos a deuda a largo plazo de 5:1 para obtener una calificación de AAA; 4:1 para una calificación de AA; de 3 a 3.5:1 para una calificación de A; y 2.5:1 para una calificación de BBB. La preocupación por los activos subvaluados, en especial de las compañías que operan en las industrias de recursos naturales o bienes raíces, produce ajustes en estos niveles de calificación. Otro método empírico (rule of thumb) indica que la razón de deuda a largo plazo a capital total debe ser menor que 25% para una calificación de AAA, cercano a 30% para una AA, cerca de 35% para una A, y cerca de 40% para una calificación BBB. Otros factores que intervienen en la consideración de la protección de los activos por parte de las agencias calificadoras incluyen el valor en libros; la composición del capital de trabajo; la calidad y antigüedad de los inmuebles, planta y equipo; el financiamiento que no se registra en el balance general, y los pasivos sin registrar.

Recursos financieros se refiere a los recursos líquidos, como el efectivo y las cuentas del capital de trabajo. Las mediciones analíticas incluyen el periodo de cobranza de las cuentas y la rotación de inventarios. Estos valores se evalúan en relación con estándares industriales y absolutos. Las calificadoras también analizan el uso por parte del emisor de deuda a corto y largo plazo y la combinación de ambas.

La *capacidad para generar utilidades en el futuro*, y la capacidad del emisor de generar efectivo, son factores importantes en la calificación de los títulos de deuda porque el nivel y la calidad de las utilidades futuras determinan la capacidad que tendrá una compañía para cumplir con sus obligaciones, en especial las de largo plazo. La capacidad para generar utilidades es, por lo general, una fuente más confiable de protección que los activos. Una medida común de protección debida a la capacidad para generar utilidades es la razón de utilidades a cobertura de gastos fijos. Un método empírico indica que una razón aceptable de utilidades a gastos fijos es: de 5:1 a 7:1, para una calificación de AAA; más de 4:1, para una calificación de AA; más de 3:1, para una calificación de A, y más de 2:1 para una calificación de BBB. Otra medida del potencial para pagar el servicio de la deuda es la razón entre el flujo de efectivo de las operaciones y la deuda a largo plazo. Un método empírico indica que esta razón debe ser mayor que 65% para una calificación de AAA; de 45 a 60% para AA; de 35 a 40% para A; y de 25 a 30% para BBB.

Las *habilidades, previsión, principios, conocimiento, experiencia e integridad de la gerencia* son consideraciones importantes en la calificación de la deuda. Mediante entrevistas, visitas a la empresa y otros análisis, los calificadores exploran las metas, estrategias, planes y tácticas de la gerencia en áreas como investigación y desarrollo, promoción de productos, planeación de productos y adquisiciones.

Las *provisiones de deuda* se estipulan por lo general en la escritura de la emisión de bonos. Los calificadores analizan las cláusulas específicas de la escritura que tienen el propósito de proteger los intereses de los tenedores de bonos en una variedad de circunstancias. Dichas cláusulas incluyen el análisis de las estipulaciones (si las hay) para futuras emisiones de deuda, cláusulas de garantía como hipotecas, fondos de amortización, cláusulas de redención y convenios restrictivos.

¿ES MUY ALTO EL NIVEL DE DEUDA?
Para tener una idea de si una compañía tiene demasiada deuda, compare el nivel de deuda con el promedio de las compañías con diferentes calificaciones. La siguiente tabla contiene razones (clave: [1] es la razón entre deuda a largo plazo y capital, y [2] es la razón de deuda total a capital) relativas a diferentes calificaciones crediticias:

	[1]	[2]
AAA	4.4%	4.5%
AA	23.0	34.1
A	33.3	42.9
BBB	41.5	47.9
BB	56.4	59.8
B	73.6	76.0

LIMITACIONES EN LAS CALIFICACIONES

Las calificaciones de deuda son útiles en una gran proporción de emisiones de deuda. Sin embargo, se debe entender que existen limitaciones inherentes a los procesos estandarizados de las agencias calificadoras. Como ocurre con el análisis de las acciones de capital, el análisis que efectúa uno puede mejorar dichas calificaciones. Las emisiones de deuda reflejan una amplia gama de características. En consecuencia, brindan la oportunidad de identificar diferencias dentro de las categorías de calificación y evaluar el efecto favorable o desfavorable dentro de la categoría de calificación. De igual manera, hay indicios de que los cambios en las calificaciones causan retrasos en el mercado. Este efecto de demora brinda oportunidades adicionales para identificar cambios importantes antes de que éstos se manifiesten a las agencias calificadoras.

APÉNDICE 10B. PREDICCIÓN DE PROBLEMAS FINANCIEROS

Un uso común del análisis de los estados financieros es identificar las áreas que requieren mayor investigación y análisis. Una de estas aplicaciones es la **predicción de problemas financieros.** La investigación ha hecho grandes adelantos en la determinación de las distintas razones que sirven para pronosticar las dificultades financieras. Esta investigación es valiosa porque proporciona otras herramientas para analizar la solvencia a largo plazo. Los modelos de problema financiera, comúnmente denominados **modelos de predicción de quiebra,** examinan la tendencia y el comportamiento de razones seleccionadas. Las características de estas razones se usan para identificar la probabilidad de que se presenten dificultades financieras en el futuro. Los modelos presuponen que los indicios de problemas aparecen en las razones financieras y que es posible detectarlos con la debida anticipación con el propósito de adoptar las medidas necesarias para evitar el riesgo de pérdida, o bien aprovechar la información.

PUNTAJE Z DE ALTMAN

Probablemente el modelo más famoso de problemas financieros es el llamado ***Puntaje Z* de Altman**, que usa varias razones para generar un pronosticador de problemas financieros.[7] El puntaje Z de Altman usa una técnica estadística (análisis discriminativo múltiple) para producir un pronosticador que es una función lineal de varias variables explicativas. Este pronosticador clasifica o pronostica la probabilidad de quiebra o no quiebra. El puntaje Z incluye cinco razones financieras: X_1 = Capital de trabajo/Activo total; X_2 = Utilidades retenidas/Activo total; X_3 = Utilidades antes de intereses e impuestos/Activo total; X_4 = Capital de los accionistas/Pasivo total; y X_5 = Ventas/Activo total. X_1, X_2, X_3, X_4 y X_5 reflejan: 1) la liquidez, 2. la antigüedad de la empresa y la rentabilidad acumulada, 3. la rentabilidad, 4. la estructura financiera y 5. el índice de rotación del capital, respectivamente. El puntaje Z de Altman se calcula así:

$$Z = 0.717\ X_1 + 0.847\ X_2 + 3.107\ X_3 + 0.420\ X_4 + 0.998\ X_5$$

Un puntaje Z de menos de 1.20 indica una elevada probabilidad de quiebra, en tanto que los puntajes Z por encima de 2.90 implican una probabilidad muy baja de quiebra. Los puntajes entre 1.20 y 2.90 se ubican en el área sin definición clara o ambigua.[8]

[7] *Véase* E. Altman, "Financial Ratios, Discriminant Analysis, and the Prediction of Corporate Bankruptcy", *Journal of Finance* 22 (septiembre de 1968), pp. 589-609. *Véase también* J. Begley, J. Ming, and S. Watts, "Bankruptcy Classification Errors in the 1980s: An Empirical Analysis of Altman's and Ohlson's Models", *Review of Accounting Studies* (1997).

[8] El modelo mostrado aquí es de Altman, *Corporate Financial Distress* (Nueva York: John Wiley, 1983), pp. 120-124. Este modelo es más generalizable que el anterior modelo de 1968 del mismo autor, que sólo puede aplicarse a las compañías que cotizan en bolsa. El modelo anterior es: $Z = 1.2\ X_1 + 1.4\ X_2 + 3.3\ X_3 + 0.6\ X_4 + 1.0\ X_5$. En este modelo, X_4 requiere que se disponga del valor de mercado de las acciones preferentes y comunes. El nuevo modelo puede aplicarse *tanto* a las compañías que cotizan en bolsa *como* a las de propiedad privada sin efecto mensurable en el desempeño de la predicción. El uso del modelo anterior es correcto mientras se aplique sólo a compañías cuyas acciones se cotizan en bolsa.

MODELOS DE PREDICCIÓN DE PROBLEMAS Y ANÁLISIS DE LOS ESTADOS FINANCIEROS

Las investigaciones han identificado una función útil de las razones para pronosticar dificultades financieras. Sin embargo, *no* debe aplicarse a ciegas este o ningún otro modelo sin un análisis informado y crítico de los aspectos fundamentales de una empresa. No hay pruebas que indiquen que el cálculo del puntaje *Z* sea un mejor medio para analizar la solvencia a largo plazo que el uso integrado de las herramientas de análisis descritas en este libro. Más bien, debe insistirse en que el uso de las razones como pronosticadores de dificultades financieras es mejor para complementar el análisis riguroso de los estados financieros. Los hechos indican que el puntaje *Z* es un mecanismo útil para seleccionar, supervisar, y dirigir la atención sobre aspectos particulares.

RESPUESTAS DE ORIENTACIÓN PARA LOS PUNTOS DE VISTA DEL ANÁLISIS

BANQUERO

Su decisión sobre la solicitud de préstamo a un año de IMC es positiva al menos por dos razones. En primer término, el análisis de la liquidez a corto plazo de IMC es tranquilizador. La razón del circulante de IMC de 4:1 indica un margen considerable de seguridad en la capacidad de la empresa para cumplir con sus obligaciones a corto plazo. Segundo, el activo circulante de IMC de 1.6 millones de dólares y la razón del circulante de 4:1 implican pasivo circulante por 400 000 dólares y un excedente de capital de trabajo de 1.2 millones de dólares. Este excedente de capital de trabajo representa en total 60 por ciento del importe del préstamo. Los hechos respaldan la aprobación de la solicitud de préstamo de IMC. Sin embargo, si la solicitud de IMC fuera de un préstamo a 10 años, la decisión sería menos optimista. Aunque la razón del circulante y el capital de trabajo indican un buen margen de seguridad, hay indicaciones de ineficiencia en las operaciones. Primero, una razón del circulante de 4:1 es, en la mayoría de los casos, excesiva y característica del uso ineficiente de los activos. Segundo, la razón del circulante de IMC es más del doble que la de los competidores. La decisión referente a un préstamo a largo plazo tal vez sea positiva, *pero* considerablemente menos optimista que en un préstamo a corto plazo.

CONSULTOR

Se supone que los ahorros en costos se derivan de liquidar el pasivo circulante con dinero no invertido en el inventario. En consecuencia, el ahorro en los costos es igual a (Reducción en inventarios × 10%). En el sistema anterior, el inventario equivalía a 5 millones de dólares. Esto se obtiene usando el índice de rotación de inventarios: 20 = 100 millones de dólares/Inventario promedio. Con el nuevo sistema, el inventario equivale a 4 millones de dólares; con que se calcula empleando la nueva rotación de inventarios: 25 = 100 millones de dólares/Inventario promedio. Los ahorros en costos ascienden a 100 000 dólares, que se calculan como sigue: (5 millones de dólares − 4 millones de dólares) × 10%.

EMPRESARIO

El principal criterio de su análisis es comparar el rendimiento de los activos del restaurante con el costo de la deuda después de impuestos. Si el restaurante puede seguir ganando 9% sobre los activos, el costo de la deuda *después de impuestos* debe ser menor que 9% para que el capital en préstamo se utilice lucrativamente. Puesto que la tasa tributaria es de 40%, el capital en préstamo podría utilizarse de manera lucrativa agregando nueva deuda con una tasa de interés de 15% o menos [9% (1 – 0.40)]. Cuanta más baja sea la tasa de interés con respecto a 15%, tanto más exitosa será el aprovechamiento adecuado del capital en préstamo. Debe reconocerse que contratar más deuda aumenta el riesgo para la empresa (debido al riesgo de no poder utilizar lucrativamente el capital en préstamo). Esto se debe a que si las utilidades del restaurante bajan a un punto en que el rendimiento de los activos cae por debajo del costo de la deuda después de impuestos, el rendimiento del capital disminuye aún más. En consecuencia, la evaluación de la estabilidad, o *persistencia,* de las utilidades es parte crucial de la decisión de agregar deuda.

ANALISTA

El riesgo del capital preferente es mayor para la segunda compañía. En el caso de la primera, los títulos de garantía preferente (a capital preferente) constituyen 20% del financiamiento. Sin embargo, en la segunda compañía, los títulos de garantía preferente constituyen 30% del financiamiento. En una situación de quiebra, 30% del valor residual deberá pagarse a los deudores antes de que se efectúen los pagos a los titulares de las acciones preferentes. Además, el apalancamiento financiero de la se-

gunda compañía es potencialmente mayor, aunque la evaluación precisa del riesgo de apalancamiento depende de las características de las acciones preferentes (características como rendimiento fijo, acumulativas, no participativas, redimibles, y sin derecho a voto hacen que las acciones preferentes se parezcan más a la deuda).

PREGUNTAS

10-1. ¿Por qué la liquidez es importante en el análisis de los estados financieros? Explique la importancia de la liquidez desde el punto de vista de más de un tipo de usuario.

10-2. Capital de trabajo es igual a activo circulante menos pasivo circulante. Identifique y describa los factores que afectan la utilidad del capital de trabajo como medida de análisis.

10-3. ¿Los activos fijos tienen el potencial para incluirse en el activo circulante? Si la respuesta es afirmativa, describa situaciones en que tal inclusión es posible.

10-4. Ciertas cuentas por cobrar en abonos no pueden cobrarse en menos de un año. ¿Por qué se incluyen a veces estas cuentas por cobrar en el activo circulante?

10-5. ¿Todos los inventarios se incluyen en el activo circulante? ¿Por qué sí, o por qué no?

10-6. ¿Qué justificación hay para incluir los gastos prepagados en el activo circulante?

10-7. Suponga que una empresa bajo análisis tiene pocos pasivos circulantes, pero una cantidad considerable de pasivos a largo plazo. En las notas de los estados financieros se consigna que la empresa tiene un "contrato de crédito revolvente" con un banco. ¿Esta aclaración es relevante para el análisis?

10-8. Ciertas industrias están sujetas a condiciones peculiares de financiamiento y operación que exigen consideración especial en cuanto a marcar las distinciones entre *circulante* y *largo plazo.* ¿Cómo debe reconocer esto el análisis al evaluar la liquidez a corto plazo?

10-9. El análisis de dos compañías revela niveles idénticos de capital de trabajo. ¿Podría usted concluir con certeza que las posiciones de liquidez de ambas empresas son equivalentes?

10-10. ¿Qué es la razón del circulante? ¿Qué mide la razón del circulante? ¿Qué motivos hay para usar la razón del circulante en el análisis?

10-11. Puesto que, en general, el efectivo no produce rendimientos, ¿por qué debe tener efectivo una compañía?

10-12. ¿Existe alguna relación entre el nivel de inventarios y las ventas? ¿Los inventarios son una función de las ventas? Si hay alguna relación entre inventarios y ventas, ¿es ésta proporcional?

10-13. ¿Cuáles son los objetivos de la gerencia para determinar la inversión de una empresa en inventarios y cuentas por cobrar?

10-14. ¿Qué limitaciones tiene la razón del circulante como medida de la liquidez?

10-15. ¿Cuál es el uso correcto de la razón del circulante como medida de la liquidez?

10-16. ¿Cuáles son las razones de la liquidez basadas en el efectivo? ¿Qué miden?

10-17. ¿Cómo se puede medir la "calidad" del activo circulante?

10-18. ¿Qué mide la rotación de las cuentas por cobrar?

10-19. ¿Qué es la razón de días de ventas en cuentas por cobrar? ¿Qué mide?

10-20. Suponga que la razón de días de ventas en cuentas por cobrar de una compañía es de 60 días en comparación con 40 días del periodo anterior. Identifique por lo menos tres posibles razones que expliquen este cambio.

10-21. ¿Qué repercusiones tiene para una empresa *a*) invertir en exceso y *b*) invertir de menos en inventarios?

10-22. ¿Qué problemas se esperan en un análisis de una compañía que usa el método de inventario UEPS (LIFO) cuando los costos aumentan? ¿Qué efectos tienen los cambios de precios en *a*) el índice de rotación de inventarios y *b*) la razón del circulante?

10-23. ¿Por qué la composición del pasivo circulante es aplicable en el análisis de la calidad de la razón del circulante?

10-24. Una compañía aparentemente próspera puede tener una mala razón del circulante. Identifique razones posibles para este resultado.

10-25. ¿Qué significa mejorar de manera ficticia el activo y el pasivo circulante? ¿Cómo se puede reconocer si los estados financieros tienen mejoramiento ficticio?

10-26. ¿Qué método empírico (rule of thumb) regula el nivel esperado de la razón del circulante? ¿Qué riesgos supone el uso de este método empírico en el análisis?

10-27. Describa la importancia de las ventas en la evaluación de la condición financiera de una empresa y la liquidez del activo circulante.

10-28. Identifique consideraciones cualitativas importantes en el análisis de la liquidez de una compañía. ¿Qué notas aclaratorias que la Comisión de Valores y Bolsa de Estados Unidos exige presentar son útiles para el análisis de esta área?

10-29. ¿Qué importancia tiene para los recursos de efectivo de una empresa el análisis condicional de los efectos de los cambios en las condiciones o las políticas?

10-30. Identifique varios elementos esenciales de una evaluación de la solvencia.

10-31. ¿Por qué es importante el análisis de la estructura del capital de una compañía?

10-32. ¿Qué se entiende por *apalancamiento financiero*? Identifique uno o más casos en que el apalancamiento sea ventajoso.

10-33. Dynamic Electronics, Inc., una compañía próspera de gran crecimiento, experimenta sistemáticamente una diferencia favorable entre la tasa de rendimiento de sus activos y la tasa de interés que paga sobre los fondos prestados. Explique por qué esta compañía no debe incrementar su deuda al nivel de 90% del total de la capitalización y, con ello, reducir al mínimo la necesidad de financiamiento de capital.

(Adaptado de CFA)

10-34. ¿Cómo deben tratarse los impuestos diferidos en el análisis de la estructura del capital?

10-35. En el análisis de la estructura del capital, ¿cómo deben tratarse las obligaciones de arrendamiento no capitalizadas? ¿En qué condiciones deben considerarse equivalentes a deuda?

10-36. ¿Qué es el financiamiento fuera del balance general? Proporcione uno o más ejemplos.

10-37. ¿Qué son los pasivos para pensiones? ¿Qué factores debe tomar en cuenta el análisis de las obligaciones de pensiones de una compañía?

10-38. ¿Cuándo es importante la información sobre las subsidiarias no consolidadas para el análisis de la solvencia?

10-39. ¿Clasificaría las siguientes partidas como capital, o como pasivo? Exponga las razones y los supuestos en los que se basa su respuesta.

a) Interés minoritario en los estados financieros consolidados.

b) Utilidades retenidas apropiadas.

c) Garantía de funcionamiento del producto en venta.

d) Deuda convertible.

e) Acciones preferentes.

10-40. *a*) ¿Por qué podría ser necesario en el análisis de los estados financieros ajustar el valor en libros de los activos?
b) Proporcione tres ejemplos acerca de la necesidad de posibles ajustes en el valor en libros.

10-41. Al evaluar la solvencia, ¿por qué son necesarias las proyecciones a largo plazo, además del análisis del corto plazo? ¿Cuáles son algunas de las limitaciones de las proyecciones a largo plazo?

10-42. ¿Qué diferencia hay entre análisis porcentual y análisis de la razón de estructura del capital? Explique por qué el análisis de la razón de estructura del capital es útil en el análisis de los estados financieros.

10-43. El capital contable se registra en el balance general usando la contabilidad del costo histórico y, en ocasiones, difiere considerablemente del valor de mercado. ¿Cómo debe tenerse en cuenta esto, si acaso se hace, en el análisis de la estructura del capital?

10-44. ¿Por qué es útil la evaluación de la composición de activos para el análisis de la estructura de capital?

10-45. ¿Qué mide la razón de utilidades a gastos fijos? ¿Qué agrega esta razón a las demás herramientas de análisis crediticio?

10-46. Al calcular la razón de utilidades a gastos fijos, ¿qué categorías generales de partidas se incluyen en los gastos fijos? ¿Qué ajustes tributarios deben tomarse en cuenta para estas partidas?

10-47. Una compañía que se está analizando tiene el compromiso de comprar materias primas según un contrato que no puede cancelarse por un monto considerable. ¿En qué condiciones se incluye este compromiso de compra en el cálculo de los gastos fijos?

10-48. ¿Es la utilidad neta una medida confiable del efectivo disponible para cubrir los gastos fijos?

10-49. La Compañía B es una subsidiaria de entera propiedad de la Compañía A. La Compañía A es también el principal cliente de la Compañía B. Como posible prestamista de la Compañía B, ¿qué aspectos particulares de esta relación le interesan más? ¿Qué salvaguardias, en su caso, exigiría en un contrato de préstamo?

10-50. Comente sobre esta aseveración: *"La deuda es complemento y no sustituto del financiamiento de capital*."

10-51. Una empresa que necesita financiamiento adicional de capital vende deuda convertible. Esta acción pospone la dilución de las acciones y la compañía vende finalmente sus acciones a un precio efectivamente más alto. ¿Cuáles son las ventajas y desventajas de esta acción?

10-52. *a*) ¿Por qué razón se incluyen los convenios restrictivos en las escrituras de emisiones de deuda a largo plazo?
b) ¿Por qué razón se incluyen disposiciones relativas a:
1. Mantenimiento de un capital de trabajo mínimo (o razón del circulante)?
2. Mantenimiento de un capital mínimo de los accionistas?
3. Restricciones sobre el pago de dividendos?
4. La facultad de los acreedores de elegir a la mayoría de los miembros del consejo de administración de la compañía deudora en caso de incumplimiento de las condiciones del contrato de préstamo?

10-53. ¿Por qué los títulos de deuda se califican regularmente, mientras que los títulos de acciones no?

10-54. ¿En qué factores hacen hincapié las agencias calificadoras al calificar un bono industrial? Describa estos factores.

10-55. ¿Puede un análisis de los estados financieros mejorar las calificaciones publicadas de los bonos? Explique.

10-56. ¿Por qué razones las compañías contratan agencias calificadoras de bonos para calificar su deuda?

EJERCICIOS

EJERCICIO 10-1
Interpretación de los efectos de las transacciones en las mediciones de la liquidez

Lux Company experimenta los siguientes sucesos y transacciones no relacionados durante el año 1. La razón del circulante actual de la compañía es de 2:1 y la razón de liquidez es de 1.2:1.

1. Lux canceló 5 000 dólares en cuentas por cobrar y las registró como incobrables.
2. Un banco informa a Lux que va a devolver un cheque de un cliente, por 411 dólares, por falta de fondos. El cliente está en quiebra.
3. Los propietarios de Lux Company realizan una inversión adicional en efectivo de 7 500 dólares.
4. Se considera que las mercancías con un costo de 600 dólares son obsoletas cuando se realiza un inventario físico.
5. Lux declara un dividendo en efectivo de 5 000 dólares pagadero durante la primera semana del próximo periodo de informe.
6. Lux compra inversiones a largo plazo por 10 000 dólares.
7. Se pagan 9 000 dólares de cuentas por pagar.
8. Lux pide un préstamo de 1 200 dólares a un banco y entrega a cambio un pagaré a 6%, a 90 días.
9. Lux vende un terreno desocupado por 20 000 dólares que se usó en las operaciones.
10. Se adquiere una póliza de seguro a tres años por 1 500 dólares.

Se requiere:

Evalúe por separado el efecto inmediato de cada transacción en los siguientes aspectos de la compañía:

a) Razón del circulante.
b) Razón de liquidez (prueba del ácido).
c) Capital de trabajo.

EJERCICIO 10-2
Interpretación de los efectos de las transacciones en las mediciones de la liquidez

Interprete el efecto de los siguientes seis sucesos y transacciones *independientes* en cuanto a:

a. Rotación de las cuentas por cobrar (actualmente igual a 3.0).
b. Días de ventas en cuentas por cobrar.
c. Rotación de inventarios (actualmente igual a 3.0).

Las tres columnas a la derecha de cada suceso y transacción se identifican como *a*), *b*) y *c*) y corresponden a las tres mediciones de la liquidez. Para cada suceso y transacción, indique el efecto como un incremento (I); un decremento (D), o sin efecto (SE).

Sucesos y transacciones	*a*)	*b*)	*c*)
1. La subestimación del inventario inicial por 500 dólares se corrige en este periodo.	______	______	______
2. Las ventas a crédito se registran con 10 000 dólares de menos.	______	______	______
3. 10 000 dólares en cuentas por cobrar se cancelan mediante un cargo en la provisión para cuentas morosas.	______	______	______
4. 10 000 dólares en cuentas por cobrar se cancelan mediante un cargo en el gasto de cuentas incobrables (método directo).	______	______	______
5. Según el método de lo que resulte más bajo entre el costo o el valor de mercado, el inventario se reduce a valor de mercado en 1 000 dólares.	______	______	______
6. La sobreestimación del inventario inicial por 500 dólares se corrige en este periodo.	______	______	______

EJERCICIO 10-3

Interpretación de los efectos de las transacciones en las mediciones de la liquidez

Interprete el efecto de los siguientes seis sucesos y transacciones *independientes* en cuanto a:

a) Rotación de las cuentas por cobrar (igual a 4.0 antes del suceso).

b) Días de ventas en cuentas por cobrar.

c) Rotación de inventarios (igual a 4.0 antes del suceso).

Las tres columnas a la derecha de cada suceso y transacción se identifican como *a*), *b*) y *c*) y corresponden a las tres mediciones de la liquidez. Para cada suceso y transacción, indique el efecto como un incremento (I); un decremento (D); o sin efecto (SE).

Sucesos y transacciones	*a*)	*b*)	*c*)
1. 5 000 dólares en cuentas por cobrar se cancelan mediante un cargo en la provisión para cuentas morosas.	______	______	______
2. La subestimación del inventario inicial por 1 000 dólares se corrige en este periodo.	______	______	______
3. Según el método de lo que resulte más bajo entre el costo o el valor de mercado, el inventario se reduce a valor de mercado en 2 000 dólares.	______	______	______
4. Se identifica y cancela inventario obsoleto por 3 000 dólares.	______	______	______
5. La sobreestimación del inventario inicial por 2 000 dólares se corrige en este periodo.	______	______	______
6. Las ventas a crédito se sobrestiman en 10 000 dólares y se corrigen en este periodo.	______	______	______

EJERCICIO 10-4

Identificación del mejoramiento ficticio (maquillaje de cifras)

La gerencia de una empresa desea mejorar la apariencia de la actual posición financiera que las razones del circulante y de liquidez reflejan.

Se requiere:

a) Describa cuatro formas en que la gerencia puede mejorar de manera ficticia los estados financieros para cumplir este objetivo.

b) Por cada técnica que señale en *a*), describa los procedimientos, si los hay, que puede usar en el análisis para detectar el mejoramiento ficticio.

(Adaptado de CFA)

EJERCICIO 10-5

Determinación del efecto de las transacciones en las razones de solvencia

A continuación se presentan datos financieros (en miles de dólares) de Wisconsin Wilderness, Inc.:

Pasivos a corto plazo	$500
Pasivos a largo plazo	800
Capital contable	1 200
Efectivo de operaciones	300
Utilidad antes de impuestos	200
Gasto por intereses	40

Indique el efecto que cada una de las transacciones y sucesos de Wisconsin Wilderness (1 a 10) que se presentan a continuación tiene en cada una de las siguientes cuatro razones. (Cada transacción o suceso es independiente de los demás; considere sólo el efecto inmediato.) Use I para incremento, D para decremento y SE cuando no haya efecto.

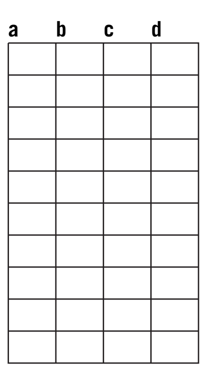
a) Deuda total a capital

b) Deuda a largo plazo a capital

c) Utilidades a gastos fijos (superior a 1.0 antes de las transacciones y sucesos).

d) Flujo de efectivo a gastos fijos (superior a 1.0 antes de las transacciones y sucesos).

1. Incremento en la tasa tributaria.
2. Amortización de bonos; pagados en efectivo.
3. Emisión de bonos para financiar expansión.
4. Emisión de acciones preferentes para financiar expansión.
5. Incremento en el gasto por depreciación.
6. Se hacen efectivas las cuentas por cobrar.
7. El refinanciamiento de la deuda produce un costo de intereses más elevado.
8. Se capitaliza una proporción más alta del gasto por intereses.
9. Deuda convertible se convierte en acciones comunes.
10. Se adquiere inventario a crédito.



EJERCICIO 10-6

Análisis condicional de la estructura del capital (opción múltiple)

La siguiente información es relevante en las preguntas 1 y 2:
Las notas consignadas en el análisis financiero de Austin Corporation en el año 8 incluyen la siguiente información:

a) Hace poco Austin celebró arrendamientos de operación con pagos totales a futuro de 40 millones de dólares que equivalen a un valor presente descontado de 20 millones.

b) Los activos a largo plazo incluyen títulos de deuda conservados hasta su vencimiento que se transfieren a su costo amortizado de 10 millones de dólares. El valor justo de mercado de estos títulos es de 12 millones.

c) Austin garantiza una emisión de bonos por 5 millones de dólares, con vencimiento en el año 13. Healey, una filial no consolidada de propiedad al 30%, emite los bonos.

Después del análisis, usted decide ajustar el balance general de Austin con base en las tres partidas anteriores.

1. Entre los efectos de estos ajustes en la razón de cobertura de interés, se encuentra (elija una de las siguientes opciones):
   a) La capitalización del arrendamiento incrementa esta razón.
   b) La capitalización del arrendamiento reduce esta razón.
   c) El reconocimiento de la garantía de la deuda reduce esta razón.
   d) El ajuste por los títulos de deuda conservados hasta su vencimiento incrementa esta razón.
2. Entre los efectos de estos ajustes en la razón de deuda a largo plazo a capital, se encuentra (elija una de las siguientes opciones):
   a) Sólo el ajuste por los títulos de deuda conservados hasta su vencimiento reduce esta razón.
   b) Sólo la capitalización del arrendamiento reduce esta razón.
   c) Los tres ajustes reducen esta razón.
   d) Los tres ajustes incrementan esta razón.

3. ¿Qué efecto tiene el pago en efectivo de dividendos en las siguientes razones (si no intervienen otros factores)?

	Razón de cobertura de interés	Deuda a largo plazo a capital
a)	Incremento	Incremento
b)	Sin efecto	Incremento
c)	Sin efecto	Sin efecto
d)	Decremento	Decremento

4. ¿Qué efecto tiene la venta de inventarios con ganancia en las siguientes razones (si no intervienen otros factores)?

	Razón de cobertura de interés	Deuda a largo plazo a capital
a)	Incremento	Incremento
b)	Incremento	Decremento
c)	Decremento	Incremento
d)	Decremento	Decremento

5. La existencia de arrendamientos de operación no capitalizados (elija una de las siguientes opciones):
   a) Sobreestimará la razón de utilidades a gastos fijos.
   b) Sobrestimará los gastos fijos.
   c) Sobrestimará el capital de trabajo.
   d) Subestimará la razón de deuda a largo plazo a capital.

(Adaptado de CFA)

PROBLEMAS

PROBLEMA 10-1
Análisis de las mediciones de la liquidez a corto plazo

Consulte los estados financieros de **Campbell Soup Company** en el apéndice A.

Campbell Soup Company

Se requiere:

a) Calcule las siguientes mediciones de la liquidez para el año 10:
1. Razón del circulante
2. Razón de la prueba del ácido.
3. Rotación de las cuentas por cobrar (el saldo de las cuentas por cobrar a finales del año 9 es de 564.1 dólares).
4. Rotación de inventarios (el saldo de inventarios al final del año 9 es de 816.0 dólares).
5. Días de ventas en cuentas por cobrar.
6. Días de ventas en inventario.
7. Periodo de conversión (ciclo de operación).
8. Efectivo y equivalentes de efectivo a activo circulante.
9. Efectivo y equivalentes de efectivo a pasivo circulante.
10. Días de compras en cuentas por pagar.
11. Ciclo económico neto.
12. Razón del flujo de efectivo.

b) Evalúe la posición de liquidez de Campbell con base en los resultados de *a*).

c) Para el año 10, calcule las razones 1, 4, 5, 6 y 7 usando inventarios valuados con base en el método PEPS (FIFO) (el inventario según PEPS (FIFO) a finales del año 9 es de 904 dólares).

d) ¿Qué limitaciones tiene la razón del circulante como medida de la liquidez?

e) ¿Cómo el análisis y el uso de otras mediciones relacionadas (aparte de la razón del circulante) mejoran la evaluación de la liquidez?

COMPROBACIÓN
a) 7. 105.54
10. 46.36
11. 5918

PROBLEMA 10-2
Análisis condicional de las necesidades de efectivo

A continuación se presentan datos financieros seleccionados de Future Technologies, Inc., al 31 de diciembre del año 1:

Efectivo	$42 000	Cuentas por pagar	78 000
Cuentas por cobrar	90 000	Documentos por pagar	21 000
Inventario	39 000	Impuestos acumulados	10 800
Activos fijos	120 000	Acciones de capital	120 000
Depreciación acumulada	25 800	Utilidades retenidas	35 400

La siguiente información adicional está disponible para el año que terminó el 31 de diciembre del año 1:

Ventas	$450 000	Depreciación	$15 000
Costo de los bienes vendidos (excluye depreciación)	312 000	Utilidad neta	12 000
Compras	210 000		

Para el año 2, Future Technologies prevé un crecimiento de 5% en las ventas. Con el fin de compensar este índice de crecimiento menor que el esperado, la compañía pone en práctica estrategias para reducir el costo de los bienes vendidos en 2% con respecto al nivel del año 1. Se espera que todos los demás gastos aumenten 5%. La utilidad neta esperada para el año 2 asciende a 20 000 dólares. El inventario final del año 2 se estima en 90 000 dólares y no hay saldo esperado en impuestos acumulados. La compañía requiere 175 000 dólares para comprar equipo nuevo en el año 2. El saldo mínimo de efectivo deseado es de 30 000 dólares. La compañía ofrece un descuento de 2% sobre la venta si el pago se recibe en 10 días. Se espera que en el 10% de las ventas se aproveche este descuento, en tanto que el restante 90% se cobrará (en promedio) en 60 días.

COMPROBACIÓN
Préstamos pronosticados, 103 232 dólares.

Se requiere:

Prepare un análisis condicional de las necesidades de efectivo (pronóstico de efectivo) para el año 2. ¿Future Technologies tendrá que pedir dinero prestado?

PROBLEMA 10-3
Análisis condicional de los cambios en la política de crédito

A continuación se presentan partidas financieras seleccionadas de RAM Corp., al 31 de diciembre del año 1:

Efectivo	$ 80 000	Cuentas por pagar	$ 130 000
Cuentas por cobrar	150 000	Documentos por pagar	35 000
Inventario	65 000	Impuestos acumulados	20 000
Activos fijos	200 000	Capital (acciones comunes)	200 000
Depreciación acumulada	45 000		

La siguiente información adicional está disponible para el año 1:

Ventas	$ 800 000	Depreciación	$ 25 000
Costo de las ventas (excluye depreciación)	520 000	Utilidad neta	20 000
Compras	350 000		

RAM Corp., prevé un crecimiento de 10% en las ventas del año próximo. Se espera que todas las partidas de ingresos y egresos correspondientes aumenten 10%, con excepción de la depreciación, que se mantendrá igual. Todos los gastos se pagan en efectivo en el momento en que se incurre en ellos durante el año. Se pronostica que el inventario final del año 2 será de 150 000 dólares. A finales del año 2, la compañía espera un saldo en pagarés de 50 000 dólares y ningún impuesto acumulado. La compañía conserva un saldo mínimo en efectivo de 50 000 dólares como política empresarial.

Se requiere:

Considere cada una de las siguientes circunstancias por separado e independientemente de las demás y céntrese sólo en los cambios descritos. (*Sugerencia:* Prepare un análisis de las necesidades de efectivo (pronóstico de efectivo) para el año 2, y después calcule el efecto de cada una de estas tres situaciones alternativas e independientes.)

COMPROBACIÓN
a) Excedente de efectivo, 33 500 dólares
c) Efectivo necesario, 46 000 dólares

a) RAM está pensando en cambiar su política de crédito. El cambio implica que las cuentas por cobrar finales representarían 90 días de ventas. ¿Qué efecto tiene este cambio de política en la posición actual de efectivo de RAM? ¿La compañía se verá en la necesidad de pedir un préstamo?

b) RAM está pensando en implantar un cambio a un periodo de cobranza de 120 días con base en las cuentas por cobrar finales. ¿Qué efecto(s) tendría este cambio en la posición de efectivo de RAM?

c) Los proveedores están pensando en cambiar su política de extender crédito a RAM para exigirle el pago sobre las compras en un plazo de 60 días; no habría ningún cambio en el periodo de cobranza de RAM. ¿Qué efecto(s) tendría este cambio en la posición de efectivo de la compañía?

PROBLEMA 10-4
Análisis condicional de las demandas de efectivo

A continuación se presentan datos financieros seleccionados al final del año 5 y *pronósticos* para el final del año 6 de Top Corporation:

Cuenta	Año 5	Año 6 (pronóstico)	Cuenta	Año 5	Año 6 (pronóstico)
Efectivo	$ 35 000	?	Cuentas por pagar	$ 65 000	$ 122 000
Cuentas por cobrar	75 000	?	Documentos por pagar	17 500	15 000
Inventario	32 000	$ 75 000	Impuestos acumulados	9 000	0
Activos fijos	100 000	100 000	Capital (acciones comunes)	100 000	100 000
Depreciación acumulada	21 500	25 000			

Estimaciones de pronósticos adicionales para el año 6:

Ventas	$412 500	Utilidad neta	$10 000
Costo de las ventas	70% del pronóstico de las ventas	Días de ventas en cuentas por cobrar	90 días

Se requiere:

Suponiendo que todos los gastos se pagan en efectivo en el momento en que se incurre en ellos y que el costo de las ventas excluye depreciación, pronostique el saldo final de efectivo para el año 6. Si Top Corp. desea mantener un saldo mínimo de efectivo de 50 000 dólares, ¿tendría que conseguir un préstamo?

COMPROBACIÓN
Efectivo necesario, 27 125 dólares

PROBLEMA 10-5
Evaluación cualitativa de la liquidez

Usted es analista de inversiones de Valley Insurance. Robert Jollie, analista financiero certificado y superior suyo, le pidió recientemente que preparara un informe sobre la liquidez de Gant Corporation. Gant es fabricante de equipo pesado para las industrias agrícola, forestal y minera. La mayor parte de sus fábricas están situadas en Estados Unidos y la mayoría de las ventas son internacionales. Los banqueros de inversión de Gant han ofrecido a Valley Insurance una participación en una colocación privada de una emisión de obligaciones quirografarias. Además del análisis tradicional de razones, en el memorándum dirigido a Jollie usted destaca lo siguiente:

1. La razón del circulante de Gant es de 2:1.
2. En el ejercicio fiscal anterior, el capital de trabajo de Gant se incrementó de manera considerable.
3. Aunque las utilidades de Gant se ubican por debajo de niveles récord, los rigurosos controles de los costos producen un nivel aceptable de rentabilidad y proporcionan una base de liquidez continua.

Después de revisar el memorándum, Jollie lo rechaza por ser "totalmente inadecuado", no porque no incluya un análisis cuantitativo de las razones financieras, sino porque no trata con detalle el tema de la liquidez. Jollie escribe:

> La liquidez es un problema de efectivo, y el análisis de la liquidez es el proceso de evaluar el riesgo de si una empresa podrá pagar sus deudas al vencimiento. Las excentricidades y discrepancias de las definiciones del capital de trabajo no solucionan debidamente este problema. El análisis del capital de trabajo sólo explica los cambios en la posición del capital de trabajo de una empresa y aporta poco a la evaluación de la liquidez.

Se requiere:

a) Identifique cinco puntos informativos esenciales que se reflejen directamente en la liquidez de Gant, y que debe derivar de los estados financieros de esta compañía y de entrevistas con la gerencia.

b) Identifique cinco evaluaciones *cualitativas* financieras y económicas que sean específicas de Gant y su industria, y que debe tomar en cuenta para seguir analizando la liquidez de Gant.

(Adaptado de CFA)

PROBLEMA 10-6

Interpretación de las mediciones de la liquidez a corto plazo

Como funcionario de préstamos de Prudent Bank, usted analiza los estados financieros de ZETA Corporation (consulte los datos en el caso CC-2 del capítulo Caso exhaustivo) como parte de una solicitud de préstamo de ZETA. Su superior le pide que evalúe la liquidez de ZETA usando la información financiera disponible que abarca dos años. Se adquiere la siguiente información adicional (en miles de dólares): inventario al 1 de enero del año 5, 32 000 dólares.

Se requiere:

a) Calcule las siguientes mediciones para los años 5 y 6:
 1. Razón del circulante.
 2. Días de ventas en cuentas por cobrar.
 3. Rotación de inventarios.
 4. Días de ventas en inventario.
 5. Días de compras en cuentas por pagar (suponga que todas las partidas de costo de las ventas se compran).
 6. Razón del flujo de efectivo.

b) Comente sobre cualquier cambio importante de un año a otro que identifique en el análisis realizado en *a*).

COMPROBACIÓN
5. Año 5, 79
 Año 6, 76

PROBLEMA 10-7

Cálculo e interpretación de las razones de solvencia

Consulte los estados financieros de **Dell Inc.**, en el apéndice A.

Dell Inc.

Se requiere:

a) Calcule las siguientes razones para 2005:
 1. Deuda de largo plazo a capital.
 2. Razón de deuda total.
 3. Deuda total a capital.
 4. Efectivo de operaciones a deuda de largo plazo.
 5. Capital contable a propiedad, planta y equipo, neto.

b) Explique su impresión general de la solvencia de Dell Inc., mencionando ejemplos según corresponda.

PROBLEMA 10-8

Cálculo de las razones de solvencia

Consulte los estados financieros de **Campbell Soup Company** en el apéndice A.

Campbell Soup Company

Se requiere:

a) Calcule las siguientes mediciones para el año 10. (Suponga que 50% de los impuestos diferidos se revertirá en el futuro próximo; el resto debe considerarse como capital.)
 1. Deuda total a capital.
 2. Deuda total a activo total.
 3. Pasivos a largo plazo a capital.
 4. Capital total a pasivo total.
 5. Activos fijos a capital.
 6. Pasivos de corto plazo a deuda total.
 7. Utilidades a gastos fijos.
 8. Flujo de efectivo a gastos fijos.
 9. Capital de trabajo a deuda total.

b) Bajo el encabezado "Balance general", en la sección de Discusión y análisis de la gerencia, Campbell hace referencia a la razón de deuda total a capitalización (33.7%). Verifique el cálculo de Campbell para el año 10.

COMPROBACIÓN
1. 1.21
2. 2.14
3. 5.27

PROBLEMA 10-9
Cálculo y análisis de las razones de cobertura de las utilidades

A continuación se presenta el estado de resultados de Kimberly Corporation para el año que finalizó el 31 de diciembre del año 1:

KIMBERLY CORPORATION
Estado de resultados consolidado (miles de dólares)
Para el año que terminó el 31 de diciembre del año 1

Ventas		$14 000
Ingreso sin distribuir de las filiales de propiedad menor a 50%		300
Total de ingresos		14 300
Costo de los bienes vendidos	$6 000	
Gastos de venta y administrativos	2 000	
Depreciación	600	
Gasto de alquiler	500	
Participación del interés minoritario en el ingreso consolidado	200	
Gasto por intereses	400	(9 700)
Utilidad antes de impuestos		4 600
Impuesto sobre utilidades		
Corriente	900	
Diferido	400	(1 300)
Utilidad neta		$3 300
Menos dividendos		
Acciones comunes	300	
Acciones preferentes	400	(700)
Utilidades retenidas en el año		$2 600

Información adicional:

1. Los siguientes cambios ocurrieron en el activo y el pasivo circulante en el año 1:

Cuentas corrientes	Incremento (decremento)	Cuentas corrientes	Incremento (decremento)
Cuentas por cobrar	$ 900	Documentos por pagar al banco	$(200)
Inventarios	(800)	Cuentas por pagar	700
Dividendos por pagar	(100)		

2. La tasa tributaria efectiva es de 40%.
3. Las acciones de participaciones minoritarias en el ingreso consolidado no tienen gastos fijos.
4. El gasto por intereses incluye:

Interés incurrido (excepto las siguientes partidas)	$600
Amortización de la prima de bonos	(300)
Interés sobre arrendamientos capitalizados	140
Interés incurrido	440
Menos interés capitalizado	(40)
Gasto por intereses	$400

5. La amortización de intereses capitalizados con anterioridad (e incluidos en la depreciación) asciende a 60 dólares.
6. El interés implícito en el pago de arrendamientos de operación (incluido en gastos de alquiler) es de 120 dólares.

Se requiere:

a) Calcule las siguientes razones de cobertura de las utilidades:
   1. Utilidades a gastos fijos.
   2. Flujo de efectivo a gastos fijos.
   3. Cobertura de los dividendos preferentes con las utilidades.

b) Analice e interprete las razones de cobertura de las utilidades en *a*).

COMPROBACIÓN
1.8.71
2.11.11

PROBLEMA 10-10
Cálculo y análisis de las razones de cobertura de las utilidades

A continuación se presenta el estado de resultados de Lot Corp., para el año que finalizó el 31 de diciembre del año 1.

LOT CORPORATION
Estado de resultados (miles de dólares)
Para el año que terminó el 31 de diciembre del año 1

Ventas		27 400
Ingreso sin distribuir de las filiales de propiedad menor al 50%		400
Total de ingresos		27 800
Menos: Costo de los bienes vendidos		(14 000)
Utilidad bruta		13 800
Gastos de venta y administrativos	$3 600	
Depreciación[a)]	1 200	
Gasto de alquiler[b)]	1 400	
Participación del interés minoritario en el ingreso consolidado[c)]	600	
Gasto por intereses[d)]	1 200	(8 000)
Utilidad antes de impuestos		5 800
Impuesto sobre utilidades		
Corriente	2 000	
Diferido	1 000	(3 000)
Utilidad neta		$2 800
Dividendos		
Acciones preferentes	400	
Acciones comunes	1 000	(1 400)
Utilidades retenidas en el año		$1 400

[a)] *Representa la depreciación excluida de todas las demás categorías de gasto e incluye 100 dólares de amortización de intereses capitalizados anteriormente.Representa la depreciación excluida de todas las demás categorías de gasto e incluye 100 dólares de amortización de intereses capitalizados anteriormente.*
[b)] *Incluye 400 dólares de interés implícito en los pagos de los arrendamientos de operación que deben considerarse como poseedores de características de financiamiento.*
[c)] *Estas subsidiarias tienen gastos fijos.*
[d)] *El gasto por intereses incluye:*

Interés incurrido (excepto las partidas siguientes)	*$880*
Amortización de descuento de bonos	*100*
Parte correspondiente a intereses de los arrendamientos capitalizados	*340*
Intereses capitalizados	*(120)*
	$1 200

Información adicional:

1. Los siguientes cambios ocurrieron en el activo y el pasivo circulante durante el año 1:

Cuentas corrientes	Incremento (decremento)	Cuentas corrientes	Incremento (decremento)
Cuentas por cobrar	$1 600	Documentos por pagar	$(400)
Inventarios	2 000	Cuentas por pagar	2 000
Dividendos por pagar	240		

2. La tasa tributaria es de 40%.

Se requiere:

a) Calcule las siguientes razones de cobertura de las utilidades:
   1. Utilidades a gastos fijos.
   2. Flujo de efectivo a gastos fijos.
   3. Cobertura de los dividendos preferentes con las utilidades.

b) Analice e interprete las razones de cobertura de las utilidades calculadas en *a*).

COMPROBACIÓN
1. 4.48
2. 6.04

PROBLEMA 10-11
Análisis de las razones de cobertura

Su supervisora está pensando en comprar los bonos y acciones preferentes de ARC Corp. Le proporciona el siguiente estado de resultados de ARC y expresa su interés por la cobertura de los gastos fijos.

ARC CORPORATION
Estado de resultados consolidado
Para el año que terminó el 31 de diciembre del año 5

Ventas		$27 400
Ingreso de filiales de menos de 50% de propiedad (nota 1)		800
Ingresos totales		28 200
Costo de los bienes vendidos		(14 000)
Utilidad bruta		14 200
Gastos de venta y administrativos	$3 600	
Depreciación (nota 2)	1 200	
Gastos de alquiler (nota 3)	1 400	
Participación de intereses minoritarios en el ingreso consolidado (nota 4)	600	
Gasto por intereses (nota 5)	1 200	(8 000)
Utilidad antes de impuesto sobre utilidades		6 200
Impuesto sobre utilidades		
Corriente	$2 000	
Diferido	1 000	$(3 000)
Utilidad neta		$3 200
Dividendos		
Acciones preferentes	400	
Acciones comunes	1 000	(1 400)
Incremento en las utilidades retenidas		$1 800

(*continúa*)

PROBLEMA 10-11
(concluye)

Notas:
1. *En el ingreso proveniente de filiales, 600 dólares no se han distribuido.*
2. *Incluye 80 dólares por amortización de intereses capitalizados anteriormente.*
3. *Incluye 400 dólares de interés implícito en los pagos de arrendamientos de operación.*
4. *Estas subsidiarias no tienen gastos fijos.*
5. *El gasto por intereses incluye:*

Interés incurrido (excepto las partidas siguientes)	*$ 880*
Amortización de descuento de bonos	*100*
Parte correspondiente a intereses de arrendamientos capitalizados	*340*
Interés capitalizado	*(120)*
	$1 200

6. *Los siguientes cambios ocurrieron en las cuentas del balance general del año en curso:*

Cuentas por cobrar	*$(600)*
Inventarios	*160*
Cuentas por pagar y gastos acumulados	*120*
Dividendos por pagar	*(80)*
Parte actual de la deuda a largo plazo	*(100)*

7. *La tasa tributaria es de 40%.*

Se requiere:

a) Calcule las siguientes razones de cobertura de las utilidades:
1. Utilidades a gastos fijos.
2. Flujo de efectivo a gastos fijos.
3. Cobertura de los dividendos preferentes con las utilidades.

b) Analice e interprete las razones de cobertura de las utilidades en *a*).

PROBLEMA 10-12
Cálculo de las razones financieras relacionadas con los títulos de deuda y capital

Consulte los siguientes datos financieros de Fox Industries Ltd.:

FOX INDUSTRIES LIMITED
Estado de resultados condensado (miles de dólares)

	EJERCICIO FISCAL FINALIZADO				
	Año 7	**Año 6**	**Año 5**	**Año 4**	**Año 3**
Utilidades antes de depreciación, intereses sobre la deuda a largo plazo e impuestos	$8 750	$8 250	$8 000	$7 750	$7 250
Menos: Depreciación	(4 000)	(3 750)	(3 500)	(3 500)	(3 250)
Utilidades antes de intereses sobre deuda a largo plazo e impuestos	$4 750	$4 500	$4 500	$4 250	$4 000

FOX INDUSTRIES LIMITED
Capitalización al 31 de diciembre del año 7 (miles de dólares)

Deuda a largo plazo	
Bonos primera hipoteca	
Bonos seriado a 5% con vencimiento del año 8 al año 10	$ 7 500
Bonos del fondo de amortización a 6.00% con vencimiento en el año 15 (nota 1)	17 500
Obligaciones quirografarias	
Obligaciones del fondo de amortización a 6.50% con vencimiento en el año 16 (nota 1)	10 000
Total de deuda a largo plazo	35 000

(*continúa*)

PROBLEMA 10-12
(concluye)

Acciones de capital	
1.10 dls. valor declarado, acumulativo, redimible, preferente	
5.00 dls. por acción (redimible a 20.00 dls. por acción)	$ 1 500
400 000 acciones clase A, sin valor a la par (nota 2)	14 000
1 000 000 acciones comunes, sin valor a la par	6 000
Total del capital contable	21 500
Capital pagado	7 000
Utilidades retenidas	18 500
Total de la deuda a largo plazo y capital	$82 000

Notas:
1. Los pagos combinados anuales del fondo de amortización ascienden a 500 dólares.
2. Sujeto a los derechos de las acciones preferentes, las acciones de la clase A tienen derecho al pago de dividendos acumulados fijos a la tasa de 2.50 dólares por acción por año, y son convertibles a criterio del tenedor, en cualquier momento, en acciones comunes con base en dos acciones comunes por una acción clase A.

Se requiere:

a) Calcule: 1) la razón de cobertura de las utilidades para el año 7, y 2) la razón promedio de cobertura de las utilidades para el periodo de cinco años que abarca del año 3 al año 7 (inclusive), por separado con los bonos de la primera hipoteca y con las obligaciones del fondo de amortización a finales del año 7.

b) Calcule la razón de la deuda a largo plazo al capital al 31 de diciembre del año 7, e identifique la proporción entre capital representado por acciones preferentes y acciones comunes.

c) Suponiendo una tasa de 50% del impuesto sobre utilidades, calcule: 1) la razón de cobertura de las utilidades para el año 7, y 2. la razón promedio de cobertura de las utilidades para el periodo de cinco años que abarca del año 3 al año 7 (inclusive), con las acciones preferentes acumuladas, redimibles, de 1.10 dólares, al final del año 7.

d) Suponiendo una tasa de 50% del impuesto sobre utilidades y la conversión total de las acciones de la clase A, calcule las utilidades por acción común a finales del año 7.

(Adaptado de CFA)

COMPROBACIÓN
c) 1. 1.7
2. 1.6
d) 0.56 dólares

PROBLEMA 10-13
Análisis de otras estrategias de financiamiento

TOPP Company planea invertir 20 000 000 dólares en un programa de expansión que se espera aumente el ingreso antes de intereses e impuestos en 4 000 000 dólares. En la actualidad, TOPP gana 5 dólares por acción sobre 2 000 000 de acciones comunes en circulación. La estructura del capital de TOPP antes de la inversión es:

Deuda total	$20 000 000
Capital de los accionistas	50 000 000
Capitalización total	$70 000 000

La expansión puede financiarse con la venta de 400 000 acciones a 50 dólares cada una o mediante la emisión de deuda a largo plazo a 6%. A continuación se presenta el estado de resultados más reciente de TOPP:

Ventas		$100 000 000
Costos variables	$60 000 000	
Costos fijos	20 000 000	
Total de costos		(80 000 000)
Utilidad antes de intereses e impuesto		20 000 000
Gasto por intereses (tasa de 6%)		(1 000 000)
Utilidad antes de impuestos		19 000 000
Impuesto sobre utilidades (tasa de 40%)		(7 600 000)
Utilidad neta		$11 400 000

Se requiere:

COMPROBACIÓN
a) 1. 6.54 dólares

a) Suponiendo que TOPP mantiene su actual nivel de ingresos y logra obtener los ingresos esperados de la expansión, indique las utilidades por acción de TOPP:
   1. Si la expansión se financia con deuda.
   2. Si la expansión se financia con capital.

b) ¿En qué nivel de ingreso antes de intereses e impuestos serán iguales las utilidades por acción en las dos opciones?

PROBLEMA 10-14
Ajuste analítico de la razón de deuda a capitalización

Usted es gerente superior de cartera de Reilly Investment Management y revisa la impresión quincenal de las pantallas de valores de acciones preparadas por una casa de corretaje. Una de las pantallas usadas para identificar a las compañías es una "razón baja de deuda a largo plazo/total de capital a largo plazo". La hoja impresa indica que esta razón en Lubbock Corporation es de 23.9%. Su reacción es que Lubbock podría ser un posible objetivo de una adquisición y procede a analizar el balance general de Lubbock que se presenta a continuación:

LUBBOCK CORPORATION
Balance general condensado (millones de dólares)
31 de diciembre del año 7

Activo	
Efectivo y equivalentes	$ 100
Cuentas por cobrar	350
Títulos negociables	150
Inventario	800
Otros activos circulantes	400
Total del activo circulante	1 800
Planta y equipo, neto	1 800
Total del activo	$ 3 600
Pasivo y capital	
Documentos por pagar	$ 125
Cuentas por pagar	175
Impuestos por pagar	150
Otros pasivos circulantes	75
Total del pasivo circulante	525
Deuda a largo plazo	675
Impuestos diferidos (a largo plazo)	175
Otros pasivos a largo plazo	75
Interés minoritario	100
Acciones comunes	400
Utilidades retenidas	1 650
Total del pasivo y capital	$3 600

Un análisis más detallado de los estados financieros de Lubbock revela las siguientes notas:

1. Una subsidiaria, Lubbock Property Corp., tiene, como socio en *joint venture,* una participación de 50% en el edificio de la oficina matriz en Chicago y 10 centros comerciales regionales en Estados Unidos. La empresa matriz ha garantizado los adeudos de estos inmuebles, que ascienden en total a 250 000 000 dólares al 31 de diciembre del año 7.
2. Se usó la base de costos UEPS (LIFO) en la valuación de inventarios al 31 de diciembre del año 7. Si se hubiera usado el método de inventario PEPS (FIFO) en lugar de UEPS (LIFO), los inventarios habrían superado las cantidades registradas en 200 000 000 dólares.

3. La compañía arrienda la mayor parte de sus instalaciones bajo contratos a largo plazo. Estos arrendamientos se clasifican como arrendamientos de operación para efectos contables. Los pagos mínimos de arrendamiento a futuro, al 31 de diciembre del año 7, son: 90 000 000 dólares anuales del año 8 al año 27. Estos arrendamientos conllevan un factor implícito de tasa de interés de 10%, que se traduce en un valor presente de aproximadamente 750 000 000 dólares.

Se requiere:

a) Explique cómo se usa la información de cada nota para ajustar las partidas en el balance general de Lubbock.

b) Calcule la razón ajustada entre *deuda a largo plazo y total de capitalización a largo plazo,* aplicando los ajustes propuestos en *a*). No tome en cuenta los posibles efectos del impuesto sobre utilidades.

c) Como posible inversionista, usted toma en consideración otros factores contables en la evaluación del balance general de Lubbock, tales como:
1. Valuación de los títulos negociables.
2. Tratamiento de los impuestos diferidos.

Explique cómo cada uno de estos factores contables influye en la razón entre *deuda a largo plazo y total de capitalización a largo plazo* de Lubbock.

(Adaptado de CFA)

PROBLEMA 10-15
Análisis e interpretación de razones financieras

Está analizando los bonos de ZETA Company (consulte los datos en el caso CC-2 del capítulo Caso Exhaustivo) como posible inversión a largo plazo. Como parte del proceso de toma de decisión, calcula varias razones para los años 5 y 6. A continuación se presentan otros datos e información que debe tomar en cuenta sólo para efectos de este problema (miles de dólares):

1. Los intereses consisten en:

	Año 6	Año 5
Intereses incurridos (excepto las partidas siguientes)	9 200	$5 000
Amortización de descuentos de bonos	2 500	2 000
Parte correspondiente a intereses de los arrendamientos capitalizados	80	—
Intereses capitalizados	(1 780)	(1 000)
	10 000	6 000

2. La depreciación incluye la amortización del interés capitalizado anteriormente de 1 200 dólares en el año 6 y 1 000 dólares en el año 5.
3. La parte correspondiente a intereses del gasto de arrendamientos de operación se consideró un gasto fijo: 20 dólares en el año 6 y 16 dólares en el año 5.
4. La propiedad de la compañía asociada es menor que 50%.
5. Los impuestos diferidos constituyen un pasivo a largo plazo.
6. El valor presente de los arrendamientos financieros no capitalizados es de 200 dólares en ambos años.
7. El excedente de la obligación proyectada de la prestación de pensiones sobre la obligación acumulada de la prestación de pensiones es de 2 800 dólares en ambos años.
8. El total de activos y capital contable a finales del año 4 es de 94 500 y 42 000 dólares, respectivamente.
9. El precio promedio de mercado por acción común de ZETA es de 40 y 45 dólares en el año 6 y el año 5, respectivamente.

Se requiere:

a) Calcule las siguientes mediciones analíticas para los años 6 y 5:
1. Deuda total a activo total.
2. Deuda total a capital
3. Deuda de largo plazo a capital.
4. Utilidades a gastos fijos.
5. Flujo de efectivo a gastos fijos.

b) Analice e interprete tanto el nivel como la tendencia de un año a otro en estas mediciones.

COMPROBACIÓN
Año 6
4. 2.61
5. 2.25

PROBLEMA 10-16
Análisis de la calidad crediticia con actividad de fusión

Como empleado de nuevo ingreso de Clayton Asset Management, recibe la encomienda de evaluar la calidad crediticia de los bonos de BRT Corp. Clayton tiene estos bonos en su cartera de bonos de alto rendimiento. Para ayudar en el análisis se proporciona la siguiente información.

1. BRT Corporation es una empresa que crece a ritmo acelerado en la industria de la radiodifusión. Su crecimiento se debe sobre todo a una serie de adquisiciones pujantes.

2. A principios del año 6, BRT anunció que pensaba adquirir un competidor en una toma de control hostil que duplicaría sus activos, pero también incrementaría la deuda. La calificación crediticia de la deuda de BRT bajó de BBB a BB. La adquisición redujo la flexibilidad financiera de BRT, pero aumentó su presencia en la industria de la radiodifusión.
3. A mediados del año 7, BRT anunció que se iba a fusionar con otra empresa grande de entretenimiento. La fusión modificará la estructura del capital de BRT y también la convertirá en el líder de la industria. La adquisición del año 6 combinada con esta fusión incrementará el total de activos de BRT en un factor de cuatro. Una gran parte de los activos totales son intangibles, y representan derechos de franquicia y distribución.
4. Aunque la perspectiva para la industria de la radiodifusión sigue siendo fuerte, las grandes compañías de telecomunicaciones que tratan de ingresar a la industria de la radiodifusión ejercen mucha presión. Las leyes y los reglamentos también promueven la competitividad del entorno, pero los costos iniciales de poner en marcha una empresa dificultan que nuevas compañías entren en la industria. Se requieren grandes inversiones de capital para mantener y mejorar los sistemas existentes, así como para ampliar las áreas de negocios actuales.
5. Para efectos del análisis se le proporcionan los datos financieros que se presentan a continuación:

BRT CORPORATION

Datos del balance general (en millones de dólares)

Al 31 de diciembre

	Año 3	Año 4	Año 5	Año 6	Proyección Año 7
Activo circulante	$654	$718	$2686	2241	$5255
Activos fijos, neto	391	379	554	1567	2583l
Otros activos (intangibles)	2982	3090	3176	8946	20435
Total del activo	$4027	$4187	$6416	$12754	$28273
Pasivo circulante	$799	$876	$966	$1476	$3731
Deuda a largo plazo	2537	2321	2378	7142	15701
Otros pasivos	326	292	354	976	349
Capital total	365	698	2718	3160	8492
Total del pasivo y el capital	$4027	$4187	$6416	$12754	$28273

BRT CORPORATION

Datos del estado de resultados

(en millones de dólares, excepto los datos por acción)

Para el año que finalizó el 31 de diciembre

	Año 3	Año 4	Año 5	Año 6	Proyección Año 7
Ventas netas	1600	1712	2005	4103	9436
Gastos de operación	(1376)	(1400)	(1620)	(3683)	(8603)
Utilidad de operación	224	312	385	420	833
Gasto por intereses	(296)	(299)	(155)	(270)	(825)
Impuesto sobre utilidades	(20)	(42)	(130)	(131)	(4)
Utilidad neta	(92)	(29)	100	19	4
Utilidades por acción	$(0.86)	(0.24)	0.83	0.09	0.01
Precio promedio por acción	$26.30	34.10	44.90	40.10	40.80
Promedio de acciones en circulación	107	120	121	198	359

BRT CORPORATION
Razones seleccionadas

	Año 3	Año 4	Año 5	Año 6	Proyección Año 7
Utilidad de operación a ventas	14.0%	18.2%	19.2%	10.2%	*
Ventas a activo total	0.39	0.41	0.31	0.32	0.33
Utilidades antes de intereses e impuestos a activo total	5.5%	7.4%	6.0%	3.3%	*
Razón de cobertura de intereses	0.76	1.04	2.48	1.55	*
Deuda de largo plazo a activo total	63.0%	55.4%	37.0%	55.9%	*

CLAYTON ASSET MANAGEMENT
Normas de calificación crediticia

	PROMEDIO DE RAZONES POR CATEGORÍA DE CALIFICACIÓN						
Razones financieras	**AA**	**A**	**BBB**	**BB**	**B**	**CCC**	**CC**
Utilidad de operación a ventas (%)	16.2	13.4	12.1	10.3	8.5	6.4	5.2
Ventas a activo total	2.50	2.00	1.50	1.00	0.75	0.50	0.25
Utilidades antes de intereses e impuestos a activo total	15.0%	10.0%	8.0%	6.0%	4.0%	3.0%	2.0%
Razón de cobertura de intereses	5.54	3.62	2.29	1.56	1.04	0.79	0.75
Deuda de largo plazo a activo total	19.5%	30.4%	40.2%	51.8%	71.8%	81.0%	85.4%
Información del margen de crédito de los bonos							
Margen de rendimiento actual en puntos base sobre los bonos del Tesoro a 10 años	45	55	85	155	225	275	350

Se requiere:

a) Calcule las siguientes razones usando la información financiera proyectada para el año 7:

1. Ingreso de operación a ventas.
2. Utilidades antes de intereses e impuestos a activo total.
3. Razón de cobertura de intereses
4. Deuda de largo plazo a activo total.

b) Explique el efecto de la fusión del año 7 en la aceptabilidad de BRT mediante un análisis de cada una de las razones en *a*).

c) Los bonos a 10 años de BRT Corporation tienen una calificación actual de BB y se negocian a un rendimiento al vencimiento de 7.70%. El actual pagaré del Tesoro, a 10 años, tiene un rendimiento de 6.15%. Con base en el trabajo realizado en *a*) y *b*), la información sobre los antecedentes y la información sobre las razones seleccionadas y las normas de calificación crediticia, señale y justifique si Clayton debe conservar o vender los bonos de BRT Corporation en su cartera. Incluya factores cualitativos en su exposición.

(Adaptado de CFA)

PROBLEMA 10-17
Análisis crediticio comparativo de compañías

Suponga que usted es un analista de títulos de renta fija en una empresa de administración de inversiones. Sigue las actividades de dos compañías, Sturdy Machines y Patriot Manufacturing, que tienen su sede en Estados Unidos y ambas son empresas industriales que venden sus productos en todo el mundo. Las dos compañías operan en industrias cíclicas. Las utilidades de Sturdy Machines han bajado debido al aumento en la cotización del dólar y una depresión en su línea de negocios. La compañía ha anunciado que probablemente tenga que realizar reducciones importantes en sus costos de operación para poder obtener utilidades

el próximo año. Por otro lado, Patriot Manufacturing ha logrado mantener su rentabilidad y mejoró su balance general. A continuación se presentan datos seleccionados de ambas compañías:

Razón	Año 5	Año 6	Año 7
Sturdy Machines			
Flujo de efectivo/deuda total (%)	37.3	31.0	33.0
Deuda total/capital (%)	38.2	40.1	41.3
Cobertura de intereses antes de impuestos (veces)	4.2	2.3	1.1
Patriot Manufacturing			
Flujo de efectivo/deuda total (%)	34.6	38.0	43.1
Deuda total/capital (%)	40.0	37.3	34.9
Cobertura de intereses antes de impuestos (veces)	2.7	4.5	6.1

Mientras monitorea los bonos de estas compañías para decidir una posible compra, usted observa que una agencia calificadora recientemente disminuyó la calificación de la deuda de Sturdy Machines de AA a A y aumentó la calificación de la deuda de Patriot Manufacturing de AA a AAA. Recibe las siguientes cotizaciones de rendimiento de un corredor de bolsa:

- Sturdy Machines 7.50%, con vencimiento al 1 de junio de 2008, cotizado a 7.10%.
- Patriot Manufacturing 7.50%, con vencimiento al 1 de junio de 2008, cotizado al 7.10%.

Se requiere:

Recomiende cuál de los bonos anteriores debe comprar. Justifique su decisión con referencia a por lo menos dos razones y dos factores cualitativos de la información proporcionada.

(Adaptado de CFA)

CASOS

CASO 10-1

Preparación e interpretación de pronósticos del flujo de efectivo

A continuación se presenta el estado de resultados y el balance general de Fax Corporation para el año que finalizó el 31 de diciembre del año 1:

FAX CORPORATION
Estado de resultados
Para el año que finalizó el 31 de diciembre del año 1

Ventas netas		$960 000
Costo de los bienes vendidos (excluida la depreciación)		(550 000)
Utilidad bruta		410 000
Gasto de depreciación	$30 000	
Gastos de venta y administrativos	160 000	(190 000)
Utilidad antes de impuestos		220 000
Impuesto sobre utilidades (estatal y federal)		(105 600)
Utilidad neta		114 400

FAX CORPORATION
Balance general
31 de diciembre del año 1

Activo		
Activo circulante		
Efectivo	$ 30 000	
Títulos negociables	5 500	
Cuentas por cobrar	52 000	
Inventario	112 500	
Total del activo circulante		$200 000
Planta y equipo	630 000	
Menos: Depreciación acumulada	(130 000)	500 000
Total del activo		$700 000
Pasivo y capital		
Pasivo circulante		
Cuentas por pagar	$60 000	
Documentos por pagar	50 000	
Total del pasivo circulante		$110 000
Deuda a largo plazo		150 000
Capital		
Acciones comunes	250 000	
Utilidades retenidas	190 000	440 000
Total del pasivo y el capital		$700 000

Información adicional:

1. Las compras en el año son de 480 000 dólares.
2. En el año 2, la gerencia espera un crecimiento de 15% en las ventas y un aumento de 10% en todos los gastos, excepto en depreciación, que aumentará en 5%.
3. La gerencia espera un índice de rotación de inventarios de 5.5 en el año 2.
4. En el año 2 se planea un periodo de cobranza de las cuentas de 90 días, con base en las cuentas por cobrar *a final de año*.
5. El impuesto sobre utilidades del año 2, a la misma tasa de Utilidad antes de impuestos del año 1, se pagará en efectivo.
6. Los documentos por pagar a finales del año 2 ascenderán a 30 000 dólares.
7. La deuda a largo plazo de 25 000 dólares se pagará en el año 2.
8. FAX desea un saldo mínimo de efectivo de 20 000 dólares en el año 2.
9. La razón de cuentas por pagar a compras en el año 2 es igual que la del año 1.
10. Todos los gastos de venta y administrativos se pagarán en efectivo en el año 2.
11. Los títulos y valores negociables y las cuentas de capital a finales del año 2 son iguales que en el año 1.

Se requiere:

a) Prepare un estado de entradas y salidas de efectivo pronosticadas (análisis condicional) para el año que finaliza el 31 de diciembre del año 2.

b) ¿Tendrá FAX Corporation que contratar préstamos en el año 2?

COMPROBACIÓN
Pronóstico del efectivo necesario, 55 920 dólares.

CASO 10-2

Preparación e interpretación de pronósticos del flujo de efectivo

A continuación se presenta el estado de resultados y el balance general de Kopp Corporation para el año que finalizó el 31 de diciembre del año 1:

KOPP CORPORATION
Estado de resultados
Para el año que finalizó el 31 de diciembre del año 1

Ventas netas		$ 960 000
Costo de los bienes vendidos		(550 000)
Utilidad bruta		410 000
Gasto de depreciación	$ 30 000	
Gastos de venta y administrativos	160 000	(190 000)
Utilidad antes de impuestos		220 000
Impuesto sobre utilidades (48%)		(105 600)
Utilidad neta		$114 400

KOPP CORPORATION
Balance general
31 de diciembre del año 1

Activo		
Activo circulante		
Efectivo	$ 30 000	
Títulos y valores negociables	5 500	
Cuentas por cobrar	52 500	
Inventario	112 000	
Total del activo circulante		$200 000
Planta y equipo	630 000	
Menos: Depreciación acumulada	(130 000)	500 000
Total del activo		$700 000
Pasivo y capital		
Pasivo circulante		
Cuentas por pagar	$60 000	
Documentos por pagar	50 000	
Total del pasivo circulante		110 000
Deuda a largo plazo		150 000
Capital		
Acciones de capital	250 000	
Utilidades retenidas	190 000	440 000
Total de pasivo y capital		$700 000

Información adicional:

1. Las compras en el año son de 450 000 dólares.
2. En el año 2, la gerencia espera un crecimiento de 15% en las ventas y un aumento de 10% en todos los gastos, excepto en depreciación, que aumentará 5%.
3. La rotación de inventarios en el año 1 fue de 5.0, y la gerencia espera un índice de rotación de inventarios de 6.0 en el año 2.
4. En el año 2 se planea un periodo de cobranza de las cuentas de 90 días, con base en las cuentas por cobrar *a final de año.*
5. El impuesto sobre utilidades del año 2, a la misma tasa de Utilidad antes de impuestos del año 1, se pagará en efectivo.
6. En el año 2 se pagarán 20 000 dólares en documentos por pagar.
7. La deuda a largo plazo de 25 000 dólares se pagará en el año 2.
8. Kopp desea un saldo mínimo de efectivo de 20 000 dólares en el año 2.
9. La razón de cuentas por pagar a compras en el año 2 es igual que la del año 1.

Se requiere:

a) Prepare un estado de entradas y salidas de efectivo pronosticadas (análisis condicional) para el año que finaliza el 31 de diciembre del año 2.

b) ¿Tendrá Kopp Corporation que contratar préstamos en el año 2?

COMPROBACIÓN
Pronóstico del efectivo necesario, 35 898 dólares

CASO 10-3
Toma de decisión sobre un préstamo

Ian Manufacturing Company se fundó hace 5 años y fabrica juguetes. A continuación se presenta el balance general y el estado de resultados de los últimos tres años:

IAN MANUFACTURING COMPANY
Balance general
30 de junio del año 5, año 4 y año 3

	Año 5	Año 4	Año 3
Activo			
Efectivo	**12 000**	$ 15 000	$ 16 000
Cuentas por cobrar, neto	**183 000**	80 000	60 000
Inventario	**142 000**	97 000	52 000
Otros activos circulantes	**5 000**	6 000	4 000
Planta y equipo, neto	**160 000**	110 000	70 000
Total del activo	$**502 000**	$308 000	$202 000
Pasivo y capital			
Cuentas por pagar	$**147 800**	$ 50 400	$22 000
Impuesto federal sobre la renta por pagar	**30 000**	14 400	28 000
Pasivos a largo plazo	**120 000**	73 000	22 400
Acciones comunes, valor a la par 5 dls.	**110 000**	110 000	80 000
Utilidades retenidas	**94 200**	60 200	49 600
Total de pasivo y capital	$**502 000**	$308 000	$202 000

IAN MANUFACTURING COMPANY
Estado de resultados condensado
Para los años que terminaron el 30 de junio del año 5, año 4 y año 3

	Año 5	Año 4	Año 3
Ventas netas	**$1 684 000**	$1 250 000	$1 050 000
Costo de los bienes vendidos	**(927 000)**	(810 000)	(512 000)
Utilidad bruta	**757 000**	440 000	538 000
Costos administrativos y de mercadotecnia	**(670 000)**	(396 700)	(467 760)
Utilidad de operación	**87 000**	43 300	70 240
Costo de intereses	**(12 000)**	(7 300)	(2 240)
Utilidad antes de impuestos	**75 000**	36 000	68 000
Impuesto sobre utilidades	**(30 000)**	(14 400)	(28 000)
Utilidad neta	**$45 000**	$21 600	$40 000

A continuación se presenta una conciliación de las utilidades retenidas para los años que finalizaron el 30 de junio de los años 4 y 5:

IAN MANUFACTURING COMPANY
Estado de utilidades retenidas
Para los años que terminaron el 30 de junio del año 5 y año 4

	Año 5	Año 4
Saldo, inicial	**60 200 dls.**	49 600 dls.
Más: Utilidad neta	**45 000**	21 600
Subtotal	**105 200**	71 200
Menos: Dividendos pagados	**(11 000)**	(11 000)
Saldo, final	**94 200 dls.**	60 200 dls.

Información adicional:

1. Todas las ventas son a crédito.
2. Los pasivos a largo plazo se adeudan al banco de la compañía.
3. Las condiciones de venta son neto 30 días.

Se requiere:

COMPROBACIÓN
a) 5. Año 5, 28.10
8. Año 5, 1.46

a) Calcule las siguientes mediciones para los años 4 y 5:
1. Capital de trabajo.
2. Razón del circulante.
3. Razón de la prueba del ácido.
4. Rotación de las cuentas por cobrar
5. Periodo de cobranza de las cuentas
6. Rotación de inventarios
7. Días para vender el inventario.
8. Razón de deuda a capital.
9. Razón de cobertura de intereses.

b) Usando el año 3 como año base, calcule una serie de tendencias de número índice para:

1. Ventas.
2. Costo de los bienes vendidos.
3. Utilidad bruta.
4. Gastos de marketing y administrativos
5. Utilidad neta.

c) Con base en el análisis efectuado en *a*) y *b*), prepare un informe de una página para presentar una recomendación respecto a si debe otorgarse el préstamo a Ian Manufacturing. Fundamente su recomendación con el análisis relevante.

CASO 10-4[A]
Determinación de la calificación de bonos

Altria Group Inc.

Altria Group, antes conocida como Philip Morris Companies, es un importante fabricante y distribuidor de productos de consumo. Tiene un largo historial de crecimiento constante en ventas, utilidades y flujos de efectivo. En los últimos años, Altria se ha diversificado con las adquisiciones de Miller Brewing y General Foods. En el año 8, Altria continuó diversificándose y anunció una oferta formal no solicitada para la compra al contado del total de los 124 millones de acciones en circulación de Kraft a 90 dólares por acción. Después de las negociaciones, Kraft acepta una oferta al contado de 106 dólares por acción de Altria. Suponga que usted trabaja como analista de Investment Services y que poco después de la oferta formal de compra al contado, su supervisor le pide que revise la posible adquisición de Kraft y evalúe el efecto en la posición de crédito de Altria. Usted reúne información diversa usando los siguientes datos financieros proyectados para el año 8 y el año 9:

ALTRIA GROUP, INC.
Datos financieros proyectados (millones de dólares)

	Estimación año 8, excluyendo a Kraft	ESTIMACIÓN PARA EL AÑO 9			
		Antes de Kraft	Sólo Kraft	Ajustes	Consolidado
Datos seleccionados del estado de resultados					
Ventas					
Tabaco nacional	$8 300	$8 930			$8 930
Tabaco internacional	8 000	8 800			8 800
General Foods	10 750	11 600			11 600
Kraft			11 610		11 610
Cerveza	3 400	3 750			3 750
Total de ventas	30 450	33 080	11 610		44 690
Ingresos de operación					
Tabaco nacional	$3 080	$3 520		$35	$3 555
Tabaco internacional	800	940			940
General Foods	810	870			870
Kraft			1 050	50	1 100
Cerveza	190	205			205
Otros	105	125			125
Amortización del crédito mercantil	(110)	(110)		(295)	(405)
Total de ingresos de operación	4 875	5 550	1 050	(210)	6 390
Porcentaje de las ventas	16.0%	16.8%	9.0%		14.3%
Gasto por intereses	(575)	(500)	(75)	(1 025)	(1 600)
Gastos corporativos	(200)	(225)	(100)	(40)	(365)
Otros gastos	(5)	(5)			(5)

(*continúa*)

CASO 10-4[A]
(*concluye*)

	Estimación año 8, excluyendo a Kraft	ESTIMACIÓN PARA EL AÑO 9			
		Antes de Kraft	Sólo Kraft	Ajustes	Consolidado
Utilidad antes de impuestos	4 095	4 820	875	(1,275)	4 420
Porcentaje de las ventas	13.4%	14.6%	7.5%		9.9%
Impuesto sobre utilidades	(1 740)	(2 000)	(349)	493	(1 856)
Tasa tributaria	42.5%	41.5%	40.0%		42.0%
Utilidad neta	$2 355	2 820	526	(782)	$2 564
Datos seleccionados del balance general a fin de año					
Deuda a corto plazo	1 125	$1 100	$683		$1 783
Deuda a largo plazo	4 757	3 883	895	11 000	15 778
Capital de los accionistas	8 141	9 931	2 150	(2 406)	9 675
Otros datos financieros seleccionados					
Depreciación y amortización	720	750	190	295	1 235
Impuestos diferidos	100	100	10	280	390
Capital en utilidades no distribuidas de subsidiarias no consolidadas	110	125			125

Se requiere:

a) Usted solicita una entrevista con la gerencia de Altria. Basándose en la información recabada anteriormente, identifique y explique cinco puntos importantes de la industria que debe indagar cuando entreviste a los gerentes.

b) Se recopila información adicional que revela valores medianos de razones junto con su categoría de calificación de bonos en cuanto a tres razones financieras. Usando la información que se presenta en el siguiente resumen conjuntamente con las proyecciones anteriores:

1. Calcule estas mismas tres razones de Altria para el año 9 usando:
   a) Cantidades *antes* de contabilizar la adquisición de Kraft.
   b) Cantidades consolidadas *después* de la adquisición de Kraft.
2. Explique e interprete los dos conjuntos de razones calculados en 1, en comparación con los valores medianos de cada categoría de calificación de bonos. Determine y sustente su recomendación respecto a una categoría de calificación de Altria *después* de la adquisición de Kraft.

COMPROBACIÓN
1*b*) 3 razones:
3.76, .619, .231

(Adaptado de CFA)

Información adicional:

VALORES MEDIANOS DE RAZONES POR CATEGORÍA DE CALIFICACIÓN DE BONOS

Razón	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC
Cobertura de intereses antes de impuestos	14.10	9.67	5.40	3.63	2.25	1.58	(0.42)
Deuda a largo plazo como porcentaje de la Deuda a largo plazo + Capital	11.5%	18.7%	28.3%	34.3%	48.4%	57.2%	73.2%
Flujo de efectivo* como porcentaje de la deuda total	111.8%	86.0%	50.9%	34.2%	22.8%	14.1%	6.2%

**Para efectos de cálculo de esta razón, Standard & Poor's define el flujo de efectivo como utilidad neta más depreciación, amortización e impuestos diferidos, menos capital en utilidades no distribuidas de subsidiarias no consolidadas.*

Fuente: Standard & Poor's.

CASO 10-5
Análisis integral de la calidad crediticia

Suponga que trabaja como analista en una casa de bolsa. Una de las compañías que observa es ABEX Chemicals, Inc., que crece con rapidez y se está convirtiendo en uno de los principales fabricantes de productos petroquímicos (principalmente de polietileno). A usted le inquieta la competencia en la industria petroquímica, su expansión pujante y la posibilidad de una recesión económica dentro de uno o dos años. En consecuencia, elabora un resumen de medidas estadísticas relevantes de la industria. El análisis indica que es probable que los precios de los productos petroquímicos fabricados por ABEX disminuyan dentro de los siguientes 12 a 18 meses. Principalmente por esta razón, usted considera que la posición crediticia de ABEX es arriesgada. También nota que el precio de las acciones comunes de ABEX se redujo recientemente, de 15 a 9 dólares por acción. Debido a esta baja en los precios y la inestabilidad subsiguiente, amplía el análisis crediticio de ABEX. Se concentra en el entorno externo, los fundamentos de la compañía y el comportamiento de los precios de las acciones. A continuación se presenta una descripción de sus conclusiones:

Entorno externo. Aunque persiste la incertidumbre respecto a la economía, usted concluye que el problema principal de la industria petroquímica no es la demanda, sino el exceso de capacidad instalada. Como se ilustra en la figura 1, se espera que la producción de polietileno permanezca sin cambios en el año 10 y que la capacidad aumente, lo que hará que las tasas de operación disminuyan. El resultado es una mayor competencia y precios menores de los productos. A la larga, usted espera que el uso de polietileno aumente 4% anual y que los precios aumenten 5% anual, a partir del año 12.

Fundamentos de la compañía. El ingreso de operación de ABEX depende principalmente de dos líneas de negocios: la distribución por gasoductos de gas natural (transmisión de gas) y la producción petroquímica. El negocio de transmisión de gas está bajando debido a una menor producción de gas y a restricciones en los precios, pero la perspectiva es de aumentos modestos en el volumen y las tasas de transmisión. El resumen de las medidas estadísticas fundamentales de las operaciones relacionadas con la distribución por tubería se incluye en la figura 1. El componente más impredecible del ingreso de operación de ABEX es la operación petroquímica. El ingreso de operación de los productos petroquímicos es sensible al precio de venta, los costos de producción y el volumen de las ventas de polietileno. Una clave para estimar el ingreso de operación es el cálculo de los precios y costos futuros y la participación de mercado de ABEX. La gerencia de ABEX confía en que su estructura de costos reducidos los hace competitivos en los precios y les permite una tasa mayor de operación de la capacidad que la de sus competidores. La figura I incluye un resumen de las principales medidas estadísticas relacionadas con las operaciones de polietileno.

Figura I

TOTAL DE CAPACIDAD, PRODUCCIÓN Y PRECIOS DEL POLIETILENO EN ESTADOS UNIDOS

	Año 5	Año 6	Año 7	Año 8	Año 9	Proyección año 10	Proyección año 11	Crecimiento compuesto anual
Producción total (millones de libras)	15 600	16 100	17 600	18 900	19 700	19 700	19 800	
Índice de crecimiento	7.6%	3.2%	9.3%	7.4%	4.2%	0.0%	0.5%	4.1%
Capacidad total (millones de libras)	17 600	17 700	18 600	20 100	21 200	23 400	24 300	
Índice de crecimiento	2.9%	0.6%	5.1%	8.1%	5.5%	10.4%	3.8%	5.5%
Tasa de operación de capacidad	88.6%	91.0%	94.6%	94.0%	92.9%	84.2%	81.5%	
Precio promedio por libra	$ 0.41	$0.37	$0.36	$0.51	$0.52	$0.47	$0.57	
Cambio porcentual	−9.8%	−10.8%	−2.7%	24.4%	2.0%	−9.6%	21.3%	5.6%

(continúa)

Figura I
(*concluye*)

ABEX CHEMICALS, INC.
Selected Key Statistics

	Año 5	Año 6	Año 7	Año 8	Año 9	Proyección año 10
Operaciones de polietileno						
Producción (millones de libras)	1 840	1 975	2 870	4 835	5 000	4 950
Capacidad aproximada (millones de libras)	1 900	2 100	2 950	5 000	5 500	5 500
Tasa de operación de capacidad	97%	94%	97%	97%	91%	90%
Precio promedio recibido	$0.411	$0.367	$0.356	$0.511	$0.515	$0.470
Costo promedio/libra producida	$0.338	$0.307	$0.285	$0.350	$0.394	$0.370
Operaciones de transporte por gaseoductos						
Dólar/1 000 pies cúbicos (precio)	$0.286	$0.253	$0.248	$0.221	$0.192	$0.187
Gas transportado (billones de pies cúbicos)	4.64	4.88	4.67	5.00	5.85	6.29
Margen de utilidad de operación	25.6%	27.2%	27.3%	25.9%	26.8%	27.0%

Evaluación del precio de las acciones. Algunos inversionistas valoran las compañías usando los flujos de efectivo descontados, pero usted cada vez hace más hincapié en la calidad del flujo de efectivo, la capacidad para generar utilidades, el rendimiento, el valor en libros y los componentes de las utilidades. También reúne los estados financieros y las principales razones financieras de ABEX (véanse figuras II-IV).

Se requiere:

El gerente de la cartera de renta fija de la empresa le pide ampliar la investigación sobre ABEX. El gerente quiere que evalúe si la calidad crediticia (riesgo) de la deuda de ABEX ha cambiado en los últimos tres años (año 7 a año 9). Usted decide analizar las principales razones financieras de ABEX enfocándose en las áreas de: 1) protección de activos, 2) liquidez y 3) capacidad para generar ganancias.

a) Identifique *cinco razones* en la figura IV que sean relevantes por lo menos para una de estas tres áreas de análisis. Explique e interprete tanto los niveles como las tendencias en estas cinco razones clave del año 7 al año 9.

b) Compare y analice las divisiones de gasoductos y petroquímica, usando tres mediciones *cualitativas* que guarden relación con la calidad crediticia de ABEX en el periodo que abarca del año 7 al año 9.

c) Usando el análisis efectuado en *a*) y *b*), explique si la calidad crediticia de ABEX ha cambiado del año 7 al año 9.

(Adaptado de CFA)

Figura II

ABEX CHEMICALS, INC.

Estado de resultados consolidado (millones de dólares)

	Año 5	Año 6	Año 7	Año 8	Año 9
Ingresos					
Petroquímicos	$757	$725	$1 021	$2 472	$2 575
Gasoductos	1 328	1 235	1 156	1 106	1 123
Total de ingresos	2 085	1 960	2 177	3 578	3 698
Costos de operación*					
Petroquímicos	(622)	(607)	(818)	(1 691)	(1 970)
Gasoductos	(988)	(899)	(840)	(820)	(822)
Total de costos de operación	(1 610)	(1 506)	(1 658)	(2 511)	(2 792)
Utilidad de operación					
Petroquímicos	135	118	203	781	605
Gasoductos	340	336	316	286	301
Total de ingresos de operación	475	454	519	1 067	906
Intereses sobre la deuda a largo plazo					
Petroquímicos	(60)	(84)	(78)	(211)	(266)
Gasoductos	(169)	(166)	(166)	(172)	(178)
Total de gastos por intereses	(229)	(250)	(244)	(383)	(444)
Gastos administrativos	(22)	(24)	(23)	(28)	(40)
Gastos de alquiler	(15)	(17)	(17)	(20)	(22)
Ingreso de inversiones	25	8	4	7	4
Utilidad antes de impuestos	234	171	239	643	404
Impuesto sobre utilidades					
Corriente	(78)	(30)	(45)	(40)	(44)
Diferido	(23)	(35)	(67)	(201)	(136)
Total de impuestos	(101)	(65)	(112)	(241)	(180)
Utilidad neta	133	106	127	402	224
Dividendos preferentes	(77)	(74)	(26)	(17)	(17)
Neto disponible para capital común	56	32	101	385	207
Promedio de acciones en circulación† (Millones)	128	135	185	231	253
Utilidades básicas por acción común	$0.44	$0.24	$0.54	$1.67	$0.82
Dividendos por acción común	0.40	0.40	0.40	0.40	0.50
Flujo de efectivo por acción común	2.52	2.44	2.26	3.85	2.85

**Los costos de operación incluyen el costo de los bienes vendidos y la depreciación, donde la depreciación es la siguiente (en millones de dólares):*

Petroquímicos	*$48*	*$60*	*$62*	*$135*	*$233*
Gasoductos	*96*	*95*	*97*	*98*	*102*
Depreciación total	*$144*	*$155*	*$159*	*$233*	*$335*

†La estimación para el año 10 es de 305 millones de acciones en circulación.

Figura III

ABEX CHEMICALS, INC.
Balance general consolidado (millones de dólares)

	Año 5	Año 6	Año 7	Año 8	Año 9
Activo					
Activo circulante					
Efectivo e inversiones a corto plazo	$45	$48	$74	$102	$133
Cuentas por cobrar	279	300	414	868	923
Inventarios	125	121	128	501	535
Total del activo circulante	449	469	616	1 471	1 591
Inversiones y otros activos	631	380	167	252	400
Crédito mercantil	35	90	105	330	560
Propiedad, planta y equipo (neto)					
Petroquímicos	1 184	1 245	1 323	2 670	3 275
Gasoductos	2 282	2 484	2 547	2 540	2 530
Total del activo	$4 581	$4 668	$4 758	$7 263	$8 356
Pasivo y capital de los accionistas					
Pasivo circulante					
Adeudos bancarios	$226	$77	$72	$215	$245
Cuentas por pagar y pasivos acumulados	333	312	377	768	787
Parte corriente de la deuda a largo plazo	99	70	76	86	136
Otros pasivos circulantes por pagar	35	33	32	34	54
Total del pasivo circulante	693	492	557	1 103	1 222
Deuda a largo plazo					
Petroquímicos	553	743	721	2 017	2 176
Gasoductos	1 686	1 648	1 638	1 702	1 725
Anticipos, contratos de gas	115	135	186	290	210
Impuestos diferidos	125	160	227	428	564
Total del pasivo	3 172	3 178	3 329	5 540	5 897
Acciones preferentes	861	826	329	216	216
Acciones comunes y utilidades retenidas	548	664	1 100	1 507	2 243
Total del capital de los accionistas	1 409	1 490	1 429	1 723	2 459
Total del pasivo y el capital de los accionistas	$4 581	$4 668	$4 758	$7 263	$8 356
Promedio de acciones en circulación (millones)*	128	135	185	231	253

**La estimación para el año 10 es de 305 millones de acciones en circulación.*

Figura IV

ABEX CHEMICALS, INC.
Razones financieras seleccionadas

	Año 5	Año 6	Año 7	Año 8	Año 9
Margen de operación en petroquímicos	17.8%	16.3%	19.9%	31.6%	23.5%
Margen de operación en gasoductos	25.6%	27.2%	27.3%	25.9%	26.8%
Rendimiento de activos (EBIT/activo total)	10.1%	9.0%	10.2%	14.1%	10.2%
Margen de utilidad antes de impuestos	11.2%	8.7%	11.0%	18.0%	10.9%
Tasa tributaria	43.2%	38.0%	46.9%	37.5%	44.4%
Rotación de activos de petroquímicos (ventas/activos fijos)	0.64	0.58	0.77	0.93	0.79
Rotación de activos de gasoductos (ventas/activos fijos)	0.58	0.50	0.45	0.44	0.44
Rotación (ventas/activo total)	0.46	0.42	0.46	0.49	0.44
Deuda a capital contable	4.30	3.80	2.31	2.66	1.83
Activos tangibles netos a deuda de largo plazo	58.4%	55.4%	52.0%	34.7%	46.2%
Deuda de largo plazo a capitalización total	62.6%	62.9%	64.0%	70.0%	62.6%
Activo total a total del capital de los accionistas	3.25	3.13	3.33	4.22	3.40
Cobertura de intereses antes de impuestos	1.63	1.46	1.80	2.54	1.84
- Flujo de efectivo de operación a deuda de largo plazo	20.2%	18.0%	20.4%	26.6%	22.1%
Periodo de cobranza	48 días	55 días	68 días	87 días	90 días
Rotación de inventarios	11.0	11.0	12.0	7.2	4.7
Deuda de corto plazo a deuda total	12.1%	5.5%	5.8%	7.5%	9.3%
Costo promedio de la deuda a largo plazo (petroquímicos)	10.9%	11.3%	10.8%	10.5%	12.2%
Costo promedio de la deuda a largo plazo (gasoductos)	10.0%	10.1%	10.1%	10.1%	10.3%
Costo promedio de preferentes	8.9%	9.0%	7.9%	7.9%	7.9%

CAPÍTULO ONCE

11

ANÁLISIS Y VALUACIÓN DEL CAPITAL

RETROSPECTIVA

<

En los capítulos anteriores sobre análisis financiero se estudia el análisis de los rendimientos de la compañía, tanto la rentabilidad como el rendimiento del capital invertido, conjuntamente con el análisis prospectivo y de crédito.

EN ESTE CAPÍTULO

•

En este capítulo se hace hincapié en el análisis y la valuación del capital. El análisis basado en las utilidades se centra en evaluar la persistencia de las utilidades y la capacidad para generarlas. La atención se dirige a las técnicas que ayudan a medir y aplicar estos conceptos de análisis. El examen de la valuación del capital señala los problemas para estimar los valores de la compañía y pronosticar las utilidades.

MÁS ADELANTE

>

El Caso exhaustivo emplea muchas de las herramientas y principios del análisis de los estados financieros que se describen en este libro. Tanto las herramientas como los principios se ilustran con información financiera de Campbell Soup Company. Todos los análisis van acompañados de las explicaciones e interpretaciones relevantes.

OBJETIVOS DEL ANÁLISIS

- Analizar la persistencia de las utilidades, así como los factores determinantes y la importancia de ésta en la predicción de las utilidades.
- Explicar la reformulación y el ajuste de las utilidades y los componentes de las utilidades para el análisis.
- Describir la valuación de las acciones y su importancia en el análisis financiero.
- Analizar la capacidad de generar utilidades y su utilidad para efectos de pronóstico y valuación.
- Explicar el procedimiento del pronóstico de las utilidades, la mecánica y la eficacia de éste en la evaluación del desempeño de la compañía.
- Analizar los informes provisionales y tomar en consideración su valor en la supervisión y revisión de las estimaciones de las utilidades.

El oráculo de Omaha imparte sabiduría

Omaha, Nebraska. Warren Buffett, presidente del consejo de administración de Berkshire Hathaway, comentó hace poco: "La mala terminología es enemiga del pensamiento lúcido. Cuando las empresas o los profesionales de inversiones usan términos como *EBITDA* y *pro forma,* quieren que uno acepte sin pensar conceptos que tienen imperfecciones arriesgadas". Buffett ofreció un ejemplo: "En el golf, mi puntuación casi siempre es bajo par en términos *pro forma:* tengo planes firmes para 'reestructurar' mi golpe de *putt* y, por lo tanto, sólo cuento los movimientos de *swing* que hago antes de llegar al *green*".

Por desgracia, las mediciones pro forma de las utilidades adquirieron popularidad en la década de 1990 cuando las compañías trataban de redefinir el parámetro de referencia con respecto al cual serían evaluadas por el mercado. Se apresuraban a excluir cualquier gasto que pudiera considerarse desfavorable, mientras que conservaban los ingresos transitorios, como las ganancias sobre ventas de activos y los ingresos de pensiones. Las utilidades pro forma no tardaron en conocerse como UAPD, o utilidades antes de partidas desagradables.

Las utilidades pro forma no son principios de contabilidad generalmente aceptados; las empresas las usan para representar una imagen idealizada de las utilidades, y los inversionistas informados piensan que estas cifras están sesgadas.

Pero, ¿qué sucede con las utilidades según los principios de contabilidad generalmente aceptados? *BusinessWeek* (2001) publicó el siguiente caso a propósito: "El gigante de la construcción y contratista militar Halliburton... registró utilidades de 339 millones de dólares, aun cuando gastó 775 millones de dólares más de lo que cobró a sus clientes. La compañía no hizo nada ilegal. Halliburton realizó desembolsos considerables en 2003 en contratos con el ejército de Estados Unidos para realizar obras en Irak, contratos que esperaba le pagaran después. Sin embargo, contó inmediatamente algunos de estos ingresos esperados porque se relacionaban con trabajos realizados el año pasado". Sólo una lectura cuidadosa de las notas al pie de los estados financieros habría puesto de manifiesto la práctica contable de la compañía.

Es responsabilidad del inversionista...

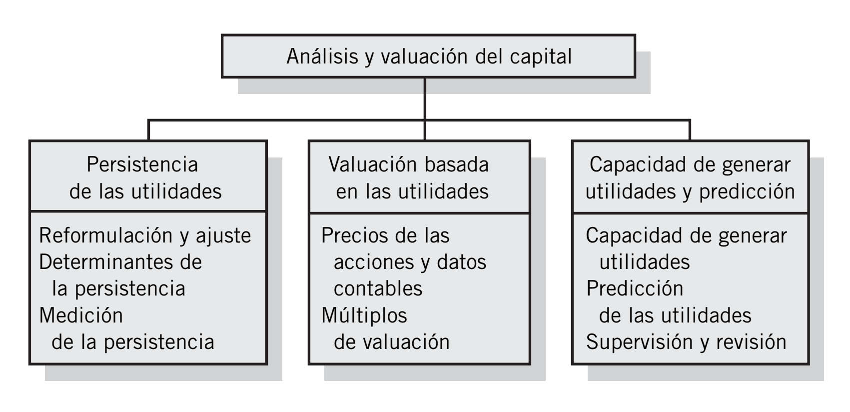
"El problema de las cifras confusas sobre las utilidades en la actualidad no es el método contable de acumulación por sí mismo. Es que los inversionistas, analistas y administradores del dinero tienen cada vez más dificultades para entender los criterios en los que se basan las empresas para registrar dichas acumulaciones, o estimados. Los escándalos de Enron, WorldCom, Adelphia Communications y otras compañías son recordatorios contundentes de que los inversionistas podrían perder miles de millones de dólares si no prestan atención a cómo las empresas determinan sus utilidades". (*BusinessWeek,* 2004)

El deseo de las empresas de redefinir las utilidades y emplear interpretaciones contrastantes de las normas de contabilidad proviene de la mecánica de valuación de los precios de las acciones. Este proceso implica proyectar las utilidades o los flujos de efectivo hacia el futuro y luego descontarlos en el presente para obtener un precio. Para que tengan sentido, las proyecciones sólo deben centrarse en la parte de las utilidades que probablemente persistirá en el futuro. Cuanto más elevadas sean esas utilidades, tanto más alto será también el precio resultante de las acciones. Esa es la razón de que las empresas ofrezcan una cantidad inusitada de definiciones de las utilidades pro forma –y administren las utilidades según los principios generalmente aceptados de contabilidad– para representar sus operaciones bajo la luz más favorable. Es responsabilidad del inversionista descubrir el "verdadero" nivel de las utilidades persistentes.

PRESENTACIÓN DEL CAPÍTULO 11

El análisis y la valuación de las acciones es el centro de atención de este capítulo. En capítulos anteriores se examinaron los análisis del rendimiento y la rentabilidad de los estados financieros. Este capítulo extiende estos análisis para considerar la persistencia, valuación y predicción de las utilidades.

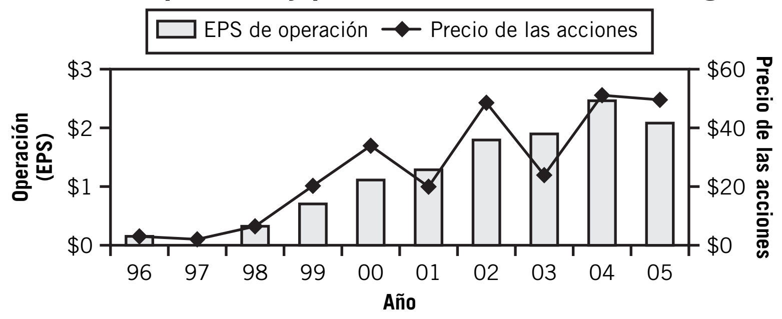
La definición general de *persistencia de las utilidades* incluye la estabilidad, previsibilidad, variabilidad y tendencia de las utilidades. La administración de las utilidades se considera como un fac-



tor determinante de la persistencia. El análisis de *valuación del capital* que se efectúa aquí hace hincapié en las utilidades y otras mediciones contables para calcular el valor de una compañía. La *predicción de las utilidades* toma en consideración la capacidad para generarlas, las técnicas de estimación y los mecanismos de supervisión. Este capítulo también explica varias herramientas útiles para el análisis del capital basado en las utilidades. Específicamente, se describe la reformulación y el ajuste de los estados financieros. También se distingue entre componentes de las utilidades recurrentes y no recurrentes, de operación y no de operación y extraordinarios y no extraordinarios. A lo largo de este capítulo se destaca la aplicación del análisis basado en las utilidades con varios ejemplos.

PERSISTENCIA DE LAS UTILIDADES

Un buen análisis financiero señala los componentes de las utilidades que muestran estabilidad y previsibilidad, esto es, los componentes *persistentes*. Estos componentes persistentes se consideran por separado de los componentes fortuitos o no recurrentes. Este tipo de análisis contribuye a elaborar pronósticos confiables de la capacidad de generar utilidades para efectos de valuación. El análisis también debe tener en cuenta la administración de las utilidades y el ajuste de las mismas. La administración de las utilidades y el ajuste de las mismas implican más estabilidad y previsibilidad que la que está presente en las características esenciales. La administración de la empresa suele afirmar que tales actividades eliminan distorsiones o peculiaridades de los resultados de operación. Con todo, estas actividades pueden ocultar irregularidades naturales y cíclicas que forman parte del entorno y la experiencia de la compañía. La identificación de estas influencias es importante para evaluar el riesgo de una compañía. Esta sección toma en consideración los elementos que atañen al análisis de la persistencia de las utilidades –incluidos la suma, las tendencias y los componentes de las utilidades–.



Recálculo y ajuste de las utilidades

Una de las tareas del análisis de las acciones es recalcular las utilidades y los componentes de éstas a fin de que los elementos estables, normales y continuos que constituyen las utilidades se separen y distingan de los elementos aleatorios, erráticos, poco comunes y no recurrentes. Estos últimos elementos requieren un tratamiento o una investigación analíticos por separado. La reformulación también tiene el propósito de identificar los elementos incluidos en las utilidades actuales que deben incluirse de un modo más apropiado en los resultados de operación de uno o más periodos anteriores.

AUXILIAR DE ANÁLISIS
Para evaluar la persistencia de las utilidades es útil:
1. reformular el estado de resultados y después,
2. ajustar el estado de resultados.

Información sobre la persistencia de las utilidades

El análisis de los resultados de operación para la reformulación y el ajuste de las utilidades requiere información confiable y relevante. Las principales fuentes de esta información incluyen:

- Estado de resultados, incluidos sus componentes:
  - Ingreso de operaciones continuas.
  - Ingreso de operaciones discontinuas.

Ganancias y pérdidas extraordinarias.
Efecto acumulativo de los cambios en los principios de contabilidad.

- Otros estados y notas a los estados financieros.
- Discusión y análisis de la gerencia.

A menudo se encuentran partidas "poco comunes" separadas dentro del estado de resultados (como regla general, antes de impuestos), pero la revelación de éstas es optativa y no siempre incluye suficiente información para evaluar su importancia y persistencia. A fin de obtener esta información, se consultan todas las fuentes de información disponibles y a la gerencia, si es posible. La información relevante incluye lo que afecta la comparabilidad y la interpretación de las utilidades. Son ejemplos los cambios en la mezcla de productos, las innovaciones tecnológicas, las huelgas laborales y las restricciones de materias primas.

Reformulación de las utilidades y componentes de éstas

Una vez conseguida toda la información disponible, se recalculan y ajustan los estados de resultados de varios años (de manera habitual, por lo menos cinco) para evaluar la persistencia de las utilidades. La reformulación y el ajuste de las utilidades contribuyen a determinar la capacidad de generar utilidades de una compañía. La reformulación se explica en esta sección y el ajuste en la próxima, aunque ambos pueden realizarse en un estado financiero.

La **reformulación** tiene el propósito de reorganizar los componentes de las utilidades para proporcionar una clasificación significativa y un arreglo general relevante para el análisis. Los componentes pueden reorganizarse, subdividirse, o afectarse por los impuestos, pero el total debe conciliarse con la utilidad neta de cada periodo. Los gastos discrecionales deben segregarse. Lo mismo es válido para los componentes, como el capital de las ganancias (pérdidas) de las subsidiarias o filiales no consolidadas, que a menudo se registran netas, después de deducir impuestos. Los componentes registrados antes de impuestos deben eliminarse, conjuntamente con los efectos impositivos, si se reclasifican de manera separada del ingreso de las operaciones continuas.

Las notas aclaratorias acerca del impuesto sobre la renta permiten separar los factores que reducen, o aumentan los impuestos. Esta separación permite analizar el carácter recurrente de estos factores. Todas las diferencias y créditos fiscales permanentes se incluyen. Este procedimiento analítico supone calcular los impuestos a la tasa estatutaria y deducir los beneficios fiscales que se derivan de varias partidas, como los créditos fiscales, las tasas sobre las ganancias de capital, el ingreso exento de impuestos, o las tasas tributarias extranjeras más bajas. También deben añadirse factores como los impuestos extranjeros adicionales, los gastos no deducibles de impuestos y los impuestos estatales y locales (netos, después de deducir el beneficio fiscal federal). Las partidas insignificantes pueden considerarse en una cantidad global, rotulada *otros*.

CONSEJO
El "ajuste" tiene el propósito de asignar los componentes de las utilidades a los periodos a los que mejor correspondan.

Los estados financieros reformulados analíticamente contienen todos los datos necesarios para los objetivos del análisis y se complementan con notas. La figura 11.1 muestra los estados de resultados reformulados analíticamente de Campbell Soup Company. Estos estados llevan anotaciones numeradas que hacen referencia a los estados financieros de Campbell en el apéndice A. Los datos financieros anteriores al año 10 se toman de los informes de la compañía resumidos en el capítulo del Caso exhaustivo, que también contiene una exposición e integración de la figura 11.1.

Ajuste de las utilidades y componentes de éstos

El proceso de ajuste usa datos provenientes del estado de resultados reformulado y otra información disponible para asignar los componentes de las utilidades a periodos a los que corresponden de un modo más apropiado. Debe tenerse especial cuidado en asignar las partidas extraordinarias o inusuales (netas, después de deducir impuestos) a los periodos. Asimismo, el beneficio del impuesto sobre la renta de una transferencia a periodos posteriores de las pérdidas operativas normalmente debe trasladarse al año en que ocurrió la pérdida. Los costos o beneficios de las conciliaciones de demandas judiciales pueden relacionarse con uno o más periodos precedentes. De manera similar, las ganancias o pérdidas de la venta de operaciones discontinuas por lo general se relacionan con los resultados de operación de varios años. En el caso de cambios en los principios de contabilidad o las estimaciones, todos los años bajo análisis deben ajustarse a una base

Figura 11.1 ***Estado de resultados reformulado***

CAMPBELL SOUP COMPANY
Estado de resultados reformulados para los 6 a 11 años

Partida de referencia		Año 11	Año 10	Año 9	Año 8	Año 7	Año 6
13	Ventas netas	6 204.1	6 205.8	5 672.1	4 868.9	4 490.4	4 286.8
19	Ingresos por intereses	26.0	17.6	38.3	33.2	29.5	27.4
	Total de ingresos	6 230.1	6 223.4	5 710.4	4 902.1	4 519.9	4 314.2
	Costos y gastos						
	Costo de los productos vendidos (véase la nota 1 al final)	3 727.1	3 893.5	3 651.8	3 077.8	2 897.8	2 820.5
	Gastos de marketing y venta (véase la nota 2 al final)	760.8	760.1	605.9	514.2	422.7	363.0
145	Publicidad (véase nota 2 al final)	195.4	220.4	212.9	219.1	203.5	181.4
144	Reparaciones y mantenimiento (véase la nota 1 al final)	173.9	180.6	173.9	155.6	148.8	144.0
16	Gastos administrativos	306.7	290.7	252.1	232.6	213.9	195.9
17	Gastos de investigación y desarrollo	56.3	53.7	47.7	46.9	44.8	42.2
102	Programas de incentivos relacionados con el precio de las acciones (véase nota 3 al final)	15.4	(0.1)	17.4	(2.7)	—	8.5
20	Ajuste por el tipo de cambio	0.8	3.3	19.3	16.6	4.8	0.7
104	Otros, neto (véase nota 3 al final)	(3.3)	(2.0)	(1.4)	(4.7)	(0.4)	(9.0)
162A	Depreciación (véase nota 1 al final)	194.5	184.1	175.9	162.0	139.0	120.8
103	Amortización de activos intangibles y otros activos (véase la nota 3 al final)	14.1	16.8	16.4	8.9	5.6	6.0
18	Gasto por intereses	116.2	111.6	94.1	53.9	51.7	56.0
	Total de costos y gastos	5 557.9	5 712.7	5 266.0	4 480.2	4 132.2	3 930.0
23	Utilidades antes de participación en las utilidades de filiales e intereses minoritarios	672.2	510.7	444.4	421.9	387.7	384.2
24	Participación en las utilidades de filiales	2.4	13.5	10.4	6.3	15.1	4.3
25	Intereses minoritarios	(7.2)	(5.7)	(5.3)	(6.3)	(4.7)	(3.9)
26	Utilidad antes de impuestos	667.4	518.5	449.5	421.9	398.1	384.6
	Impuesto sobre la renta a la tasa estatutaria*	(226.9)	(176.3)	(152.8)	(143.5)	(179.1)	(176.9)
	Ingreso de operaciones continuas	440.5	342.2	296.7	278.4	219.0	207.7
135	Impuestos estatales (neto, después de descontar el beneficio del impuesto federal)	(20.0)	(6.6)	(3.8)	(11.8)	(8.6)	(8.0)
	Crédito fiscal para inversión	—	—	—	—	4.4	11.6
137	Amortización no deducible de intangibles	(4.0)	(1.6)	(1.2)	(2.6)	(1.4)	—†
138	Utilidades extranjeras no gravadas o gravadas a una tasa diferente de la estatutaria	2.0	(2.2)	(0.2)	3.2	11.1	15.2
139	Otros: Efectos fiscales	(17.0)	(2.2)	(0.1)	(3.7)	7.5	(4.7)

(*continúa*)

Estado de resultados reformulado (conclusión)

Partida de referencia		Año 11	Año 10	Año 9	Año 8	Año 7	Año 6
	Transacción de Alaska Native Corporation	—	—	—	—	4.5	—
22	Desinversiones, reestructuraciones y cargos inusuales	—	(339.1)	(343.0)	(40.6)	—	—
	Efecto fiscal de desinversiones, reestructuraciones y cargos inusuales (nota 4)	—	13.9	64.7	13.9	—	—
	Ganancia de la venta de empresas en el año 8 y una subsidiaria en el año 7	—	—	—	3.1	9.7	—
	Pérdida de la venta de subsidiaria de equipo para ejercitarse, neta, después de deducir impuestos	—	—	—	—	(1.7)	—
	Ganancia de liquidación UEPS (LIFO) (véase la nota 1 al final)	—	—	—	1.7	2.8	1.4
	Ingreso antes del efecto acumulativo del cambio contable	401.5	4.4	13.1	241.6	247.3	223.2
153A	Efecto acumulativo del cambio contable en cuanto al impuesto sobre la renta	—	—	—	32.5	—	—
28	Utilidad neta registrada	$ 401.5	$ 4.4	$ 13.1	$ 274.1	$ 247.3	$ 223.2
14	**Nota 1:** Costo de los productos vendidos	$4 095.5	$4 258.2	$4 001.6	$3 392.8	$3 180.5	$3 082.8
144	Menos: Gastos de reparación y mantenimiento	(173.9)	(180.6)	(173.9)	(155.6)	(148.8)	(144.0)
162A	Menos: Depreciación[a]	(194.5)	(184.1)	(175.9)	(162.0)	(139.0)	(120.8)
153A	Más: Ganancia de liquidación UEPS (LIFO)[b][b]	—	—	—	2.6	5.1	2.5
		$3 727.1	$3 893.5	$3 651.8	$3 077.8	$2 897.8	$2 820.5
15	**Nota 2:** Gastos de marketing y venta	$ 956.2	$ 980.5	$ 818.8	$ 733.3	$ 626.2	$ 544.4
145	Menos: Publicidad	(195.4)	(220.4)	(212.9)	(219.1)	(203.5)	(181.4)
		$ 760.8	$ 760.1	$ 605.9	$ 514.2	$ 422.7	$ 363.0
21	**Nota 3:** Otros gastos (ingresos)	$ 26.2	$ 14.7	$ 32.4	$ (3.2)	$ (9.5)	$ 5.5
102	Menos: Programas de incentivos relacionados con el precio de las acciones	(15.4)	0.1	(17.4)	2.7	—	(8.5)
103	Menos: Amortización de activos intangibles y otros activos	(14.1)	(16.8)	(16.4)	(8.9)	(5.6)	(6.0)
	Menos: Ganancia de la venta de empresas (año 8) y subsidiaria (año 7)	—	—	—	4.7	14.7	—
104	Otros, neto	$ (3.3)	$ (2.0)	$ (1.4)	$ (4.7)	$ (0.4)	$ (9.0)
	Nota 4: Efecto fiscal de desinversiones, reestructuraciones y cargos inusuales a la tasa estatutaria	—	$ 115.3[c]	$ 116.6[d]	$ 13.9	—	—
136	Desinversiones, reestructuraciones y cargos inusuales no deducibles	—	(101.4)[e]	(51.9)[f]	—	—	—
		—	$ 13.9	$ 64.7	$ 13.9	—	—

* *La tasa impositiva federal, estatutaria, es de 34% del año 8 al año 11, de 45% en el año 7, y de 46% en el año 6.*

† *Esta cantidad no se registra en el año 6.*

a) *Se supone que la mayor parte de la depreciación se incluye en el costo de los productos vendidos.*

b) *Ganancia de liquidación UEPS (LIFO) antes de impuestos; por ejemplo, en el año 8, asciende a 2.5 millones de dólares, que se calculan así: 1.7 dólares/(1 – 0.34).*

c) *$339.1 [22] × 0.34 = $115.3.*

d) *$343.0 [22] × 0.34 = $116.6.*

e) *$179.4 [26] × 0.565 [136] = $101.4.*

f) *$106.5 [26] × 0.487 [136] = $51.9.*

comparable. Si el nuevo principio es el deseable, los años anteriores deben replantearse con base en este nuevo método. Este replanteamiento redistribuye el "efecto acumulativo del cambio en el principio de contabilidad" a los años anteriores relevantes. En la práctica y con pocas excepciones, los cambios en los estimados se registran con respecto al futuro. La capacidad de ajustar todos los periodos con respecto a una base comparable depende de la disponibilidad de la información.

Antes de evaluar la persistencia de las utilidades, es necesario obtener las mejores cifras posibles del estado de resultados con los ajustes realizados. La figura 11.2 muestra el estado de resultados ajustado de Campbell Soup Company. Todos los componentes de las utilidades deben considerarse. Si se decide que un componente tiene que excluirse del periodo en que se registra, se puede: 1) cambiarlo (neto, después de deducir impuestos) a los resultados de operación de uno o más periodos anteriores, o 2) distribuirlo (promediarlo) entre las utilidades del periodo bajo análisis. Sólo debe distribuirse entre las utilidades de periodos anteriores cuando no puede identificársele con un periodo específico. Aunque la distribución (promedio) ayuda a determinar la capacidad de generar utilidades, no es útil para determinar las tendencias de las utilidades. También es preciso entender que trasladar las ganancias o pérdidas a otros periodos no subsana los errores en el registro de los resultados de años anteriores. Por ejemplo, una adjudicación de indemnización por daños y perjuicios por infracción de una patente en un periodo supone que periodos anteriores padecieron de ventas perdidas u otras afectaciones. Otros detalles y análisis de la figura 11.2 se señalan y explican en el Caso exhaustivo.

Figura 11.2 ***Estado de resultados ajustado***

CAMPBELL SOUP COMPANY

Estado de resultados ajustados del año 6 al año 11

(Millones de dólares)	Año 11	Año 10	Año 9	Año 8	Año 7	Año 6	Total
Utilidad neta registrada	$401.5	$ 4.4	$ 13.1	$274.1	$247.3	$223.2	$1 163.6
Desinversiones, reestructuraciones y cargos inusuales		339.1	343.0	40.6			
Efecto fiscal de las desinversiones, reestructuraciones, etc.		(13.9)	(64.7)	(13.9)			
Ganancia de la venta de empresas (año 8) y la venta de una subsidiaria (año 7), neta, después de deducir impuestos				(3.1)	(9.7)		
Pérdida de la venta de subsidiaria de equipo para ejercitarse					1.7		
Transacción de Alaska Native Corporation					(4.5)		
Ganancia de liquidación UEPS (LIFO)				(1.7)	(2.8)	(1.4)	
Efecto acumulativo del cambio contable en cuanto al impuesto sobre la renta				(32.5)			
Utilidad neta ajustada	$401.5	$329.6	$291.4	$263.5	$232.0	$221.8	
Utilidad neta total en el periodo							$1 739.80
Utilidad neta promedio en el periodo							$ 289.97*

** Una medida de la capacidad promedio de generar utilidades.*

El análisis también debe reconocer que algunas peculiaridades de las partidas de ingresos o gastos que la gerencia hace, como poco habituales, no recurrentes, infrecuentes o extraordinarias, son intentos por reducir la volatilidad de las utilidades, o minimizar los componentes seleccionados de las utilidades. Estas peculiaridades también se extienden a la inclusión en el capital de transacciones como las ganancias y pérdidas en títulos disponibles para venta y los ajustes de conversión de moneda extranjera. De igual manera, a menudo se excluyen del proceso de ajuste los efectos de las acciones. Sin embargo, estas partidas forman parte de las utilidades vitalicias de una compañía. Estas partidas aumentan o disminuyen el capital y afectan la capacidad de generar utilidades. En consecuencia, incluso si se omiten estas partidas del proceso de ajuste, corresponden al análisis de la capacidad promedio de generar utilidades.

Determinantes en la persistencia de las utilidades

Después de reformular y ajustar las utilidades, el análisis se centra en la determinación de la persistencia de las utilidades. La administración de las utilidades, la variabilidad, las tendencias y los incentivos son todos posibles determinantes de la persistencia de las utilidades. También debe evaluarse la persistencia de las utilidades tanto a través del ciclo comercial como a largo plazo.

Tendencia y persistencia de las utilidades

Las utilidades que reflejan una tendencia continua de crecimiento son consideradas como necesarias. Las tendencias de las utilidades pueden evaluarse por medio de métodos estadísticos o con **estados de tendencias.** En las figuras CC8 y CC9 del capítulo Caso exhaustivo se presentan ejemplos de estados de tendencias basados en datos financieros seleccionados de Campbell Soup. El análisis de tendencias usa cifras de utilidades tomadas de los procedimientos de reformulación y ajuste ilustrados en la figura 11.2. Las tendencias de las utilidades suelen revelar pistas importantes del desempeño actual y futuro de una compañía (cíclico, de crecimiento, defensivo) y referirse a la calidad de la administración. Es necesario estar sobre aviso respecto a las distorsiones contables que afectan las tendencias. Revisten especial importancia los cambios en los principios de contabilidad y el efecto de las combinaciones de empresas, en particular las compras. Es necesario hacer ajustes respecto de estos cambios. Es probable que una de las principales razones de la administración de las utilidades sea afectar las tendencias que éstas muestran. Las prácticas de administración de las utilidades suponen que las tendencias de éstas son importantes para la valuación. También reflejan la convicción de que las revisiones retroactivas de las utilidades previamente registradas tienen poco efecto en los precios de los valores. Por ejemplo, una vez que una compañía incurre en una pérdida y la registra, esta perspectiva indica que su existencia es a menudo tan importante como su magnitud para efectos de valuación. Estos supuestos y la propensión de algunos gerentes a usar la contabilidad como medio para mejorar la tendencia de las utilidades ha resultado en técnicas complejas de administración de las utilidades, incluido el redondeo de números.

Administración y persistencia de las utilidades

Hay varios requisitos para satisfacer la definición de *administración de las utilidades*. Estos requisitos son importantes, ya que distinguen la administración de las utilidades de las tergiversaciones y distorsiones. La administración de las utilidades usa principios de contabilidad aceptables para efectos de registrar resultados específicos. Echa mano de la discrecionalidad disponible para seleccionar y aplicar principios de contabilidad a fin de alcanzar sus metas y es dudoso que se realice dentro del marco de las prácticas aceptadas. Es cuestión de forma más que de contenido. No afecta las transacciones reales (como posponer los desembolsos a periodos posteriores), sino que, en cambio, afecta la redistribución de créditos o cargos en varios periodos. Una de las principales metas es moderar la variabilidad de las utilidades entre periodos trasladando las utilidades entre años buenos y malos, entre años presentes y futuros, o entre diversas combinaciones. La administración de las utilidades propiamente dicha adopta muchas formas. Algunas formas de administración de las utilidades a las que se debe estar alerta de manera particular, incluyen:

- *Cambios en los métodos o supuestos contables.* Los ejemplos de compañías que cambiaron métodos o supuestos incluyen a Chrysler, que revisó hacia arriba la tasa esperada de rendimiento de su cartera de pensiones e incrementó considerablemente las utilidades cuando las ventas estaban decayendo, y Continental Airlines, que prolongó los periodos de depreciación e incrementó el valor residual de los aviones, con lo que aumentó las utilidades subsiguientes.
- *Compensación de ganancias y pérdidas extraordinarias (e inusuales).* Esta práctica elimina los efectos de las utilidades inusuales o inesperadas que afectan negativamente la tendencia de las utilidades.
- *Limpia de activos (Big bath).* Esta técnica reconoce los costos de periodos futuros en el periodo actual, cuando el desempeño de éste es inevitablemente malo. Esta práctica exime de estos costos a las utilidades de periodos futuros.
- *Disminución del valor de los activos (write downs).* Las disminuciones del valor de los activos de operación, como planta y equipo, o de los activos intangibles, como el crédito mercantil,

cuando los resultados de operación son malos, constituyen otra herramienta de administración de las utilidades. Las compañías a menudo justifican estas rebajas arguyendo que la economía actual no soporta los valores de los activos registrados. Un ejemplo es Cisco Systems, que rebajó 2250 millones de dólares en inventarios como parte de un programa de reestructuración.

- *Capacidad para escoger el momento oportuno del reconocimiento de los ingresos y los gastos.* Esta técnica determina el momento oportuno del reconocimiento de los ingresos y los gastos para administrar las utilidades, incluida la tendencia. Algunos ejemplos son la práctica de elegir el momento oportuno para reconocer ingresos, ventas de activos, gastos de investigación, publicidad, mantenimiento y reparaciones. A diferencia de la mayoría de las técnicas de administración de las utilidades, estas decisiones implican escoger el momento oportuno para la realización de las transacciones propiamente dichas. Un ejemplo es General Electric, que compensa las ganancias con gastos de reestructuración para suavizar las fluctuaciones en las utilidades.

Incentivos de la administración y persistencia

En capítulos anteriores se describió el efecto de los incentivos para la administración tanto en la contabilidad como en el análisis de los estados financieros (véanse capítulos 1-6). Esto se hace evidente en particular al evaluar la persistencia de las utilidades y realizar el análisis de crédito. La experiencia demuestra que algunos gerentes, propietarios y empleados manipulan y distorsionan las utilidades registradas para obtener beneficios personales. Las empresas que tienen dificultades financieras son de manera particular vulnerables a estas presiones. Con demasiada frecuencia, estos individuos justifican dichas prácticas como una lucha por la supervivencia. Asimismo, en ocasiones compañías prósperas tratan de mantener mediante la administración de las utilidades su reputación ganada con esfuerzo de ser compañías donde las utilidades siempre aumentan. Los planes de remuneración y otros incentivos o restricciones basados en la contabilidad constituyen otro motivo para que los gerentes administren las utilidades. Los efectos de los incentivos de la gerencia se ponen de manifiesto en los siguientes casos:

Los analistas deben reconocer los incentivos que enfrentan los gerentes con respecto a las utilidades. Por lo regular, la administración de las utilidades se logra en un principio por medio de la subestimación de las utilidades registradas. Esto crea una “reserva” a la cual se puede recurrir en periodos futuros de bajas utilidades. Por ejemplo, Sears aumentó su reserva para cuentas incobrables y la usó para inflar las utilidades durante muchos años. Aunque este punto es discutible, éste no es el propósito de los informes financieros. Es mucho mejor hacer una revelación completa de los componentes de las utilidades que incluya una explicación de la gerencia. Entonces, es posible promediar, redondear o ajustar las utilidades registradas de acuerdo con los objetivos del análisis. Otro caso probable de administración de las utilidades es el de General Motors (véase el ejemplo 11.1).

EJEMPLO 11.1

GM anunció una revisión en la vida útil de su planta y equipo, y redujo los cargos de depreciación y amortización en 1 200 millones de dólares. El presidente del consejo de administración de GM informó: *“GM ganó 3 600 millones de dólares en el año, lo que representa un aumento de 21%... pese a una reducción de 9% en la venta de unidades a nivel mundial.”* Aun así, sin la reducción de 1 200 millones de dólares en depreciación y amortización, las utilidades habrían disminuido. Este cambio contable se produjo después de una provisión realizada el año anterior de 1 300 millones de dólares para cierres de plantas y reestructuraciones. Sin embargo, sólo se han cargado 500 millones de dólares contra esta provisión cuadro años después, dejando el resto para absorber todavía más costos en los años venideros. Luego de otro cambio de liderazgo en GM, hubo otro cargo por 2 100 millones de dólares en las utilidades para cubrir el costo del cierre de varias plantas más, incluidos los cierres planeados para dentro de siete años. Esta secuencia de acontecimientos afecta la confianza tanto en los estados financieros como en la administración. En consecuencia, es preciso trabajar para estimar con seguridad la capacidad de generar utilidades utilizando técnicas como los promedios, la reformulación y el ajuste de las utilidades.

En virtud de los incentivos de desempeño de los gerentes, y el uso de las cifras contables para controlar y supervisar el desempeño, el análisis tiene que reconocer la probabilidad de que haya administración de las utilidades e incluso subestimaciones. El análisis debe identificar primero a

las compañías que tienen fuertes incentivos para administrar las utilidades, y luego someter a un riguroso escrutinio las prácticas contables de estas compañías para garantizar la integridad de los estados financieros.

Partidas persistentes y transitorias en las utilidades

La reformulación y el ajuste de las utilidades para la valuación del capital se basa en separar los componentes estables y persistentes de las utilidades de los componentes fortuitos y transitorios. La evaluación de la persistencia es importante para determinar la capacidad de generar utilidades. La predicción de éstas también depende de la persistencia. Una parte crucial del análisis es evaluar la persistencia de los componentes de pérdidas y ganancias de las utilidades. En esta sección se describe cómo determinar la persistencia de partidas no recurrentes, inusuales o extraordinarias. También se explica cómo deben manejarse para evaluar el nivel de las utilidades, el desempeño de la gerencia y la predicción de las utilidades.

Análisis e interpretación de partidas transitorias

El propósito de analizar e interpretar partidas extraordinarias es doble:

1. Determinar si una partida es transitoria (menos persistente). Esto supone evaluar si una partida es inusual, no de operaciones o no recurrente.
2. Determinar los ajustes que son necesarios en virtud de la evaluación de la persistencia. A veces es necesario realizar ajustes especiales tanto para evaluar como para pronosticar las utilidades.

Estos dos análisis se describen en esta sección.

Determinación de la persistencia (carácter transitorio) de las partidas. Dados los incentivos que enfrentan los gerentes al registrar partidas transitorias, es preciso evaluar de manera independiente si una ganancia o pérdida es transitoria. También es necesario determinar cómo hacer los ajustes relevantes. Para este propósito, las partidas se clasifican en dos categorías generales: de operación no recurrentes y no de operación y no recurrentes.

1. *Ganancias y pérdidas de operación no recurrentes.* Estas ganancias y pérdidas se relacionan con las actividades de operación, pero se repiten de manera infrecuente o impredecible. Las partidas de operación se relacionan con las *actividades comerciales normales* de una empresa. El concepto de operaciones normales es mucho menos claro de lo que muchos imaginan. Los ingresos y gastos de operación de una planta son los relacionados con el funcionamiento de ésta. En contraste, el producto de la venta de títulos negociables disponibles para venta son ganancias o pérdidas no de operación. El otro concepto importante, el de la *recurrencia,* se refiere a la frecuencia. No existen límites predeterminados, generalmente aceptados, para distinguir un acontecimiento recurrente de otro que no lo es. Por ejemplo, un acontecimiento normal que genera una ganancia o una pérdida se clasifica como recurrente. Un suceso impredecible, que ocurre con muy poca frecuencia, se clasifica como no recurrente. Sin embargo, un acontecimiento que ocurre con poca frecuencia, pero cuya ocurrencia es predecible, plantea dudas respecto a su clasificación. Un ejemplo es el revestimiento de los altos hornos: dura muchos años y se sustituye con muy poca frecuencia, pero la necesidad de cambiarlo es predecible. Algunas compañías asignan a estos tipos de sustituciones una reserva.

El análisis de las ganancias y pérdidas de operación no recurrentes tiene que reconocer los eventos esporádicos y la falta de pautas recurrentes inherentes de aquéllas. Se les debe tratar como correspondiente al periodo de informe. De igual manera, debe solucionarse la cuestión de las operaciones normales. Por ejemplo, el objetivo de una panadería es hacer pan, bollos y pasteles, pero con toda probabilidad la compraventa de títulos negociables para obtener ganancias o pérdidas, en su caso, o incluso la venta de los hornos de repostería que se van sustituyendo por maquinaria más eficiente, se ubican fuera de sus actividades normales. Esta interpretación limitada de las actividades de operación puede ponerse en tela de juicio. Algunos argumentan que el objetivo no es hornear pan, sino que la gerencia aumente el valor del capital propio o de las acciones. Esto se logra mediante la clasificación estratégica de las actividades de financiamiento,

inversión y operación. No se limita a una visión estrecha de las operaciones normales. Resulta posible evaluar de un modo útil una gama mucho más amplia de ganancias y pérdidas considerándolas como derivadas de actividades de operación. Este punto de vista resulta en muchas pérdidas y ganancias de operación no recurrentes que se consideran como parte de las actividades de operación del periodo en que ocurren.

El análisis de las partidas de operación no recurrentes no encaja con facilidad en una regla mecánica. Es necesario revisar la información y, sin duda, se encontrarán varias partidas que tienen más probabilidades de ser recurrentes que otras y algunas que son más de operación que otras. Esta revisión afecta la reformulación, el ajuste y la predicción de las utilidades. También hay que reconocer que la magnitud de una partida es un factor importante. Una vez realizado el análisis de las utilidades recurrentes, por lo regular es necesario centrarse en la experiencia promedio con las utilidades obtenidas a lo largo de algunos años en vez de en el resultado de un solo año. El concentrarse en el promedio de utilidades resulta importante en particular en el caso de las compañías que tienen cantidades fluctuantes de partidas no recurrentes y extraordinarias. Un solo año es un periodo demasiado breve y arbitrario para evaluar la capacidad de generar utilidades de una compañía, o para pronosticar las utilidades. El ejemplo 11.2 arroja un poco más de luz sobre este punto.

EJEMPLO 11.2

En los últimos años se han producido varios cambios importantes en las utilidades en cuanto a su reorganización, reutilización, o reagrupación. Las empresas que registran grandes cancelaciones (write-offs) incluyen (miles de millones de dólares): Viacom, 18, y AT&T, 13. La información proporcionada conjuntamente con estos acontecimientos a menudo es limitada, pero no se pueden negar las "revisiones" enormes de los resultados anunciados anteriormente por estas compañías. De un plumazo, estas cancelaciones *corrigen* las utilidades que se registraron de más en años anteriores. El analista debe estar alerta en cuanto a estas agresivas cancelaciones realizadas para eliminar de periodos futuros cargos que de un modo apropiado son asignables a éstos.

2. *Ganancias y pérdidas no de operación y no recurrentes.* Estas partidas no se repiten, son impredecibles y se clasifican fuera de las operaciones normales. Los acontecimientos que dan origen a estas partidas son típicamente externos, no deliberados y no planeados; sin embargo, rara vez son completamente inesperados. Las operaciones comerciales están sujetas a riesgos de acontecimientos negativos o crisis fortuitas, ya sean naturales o artificiales. Las transacciones comerciales están sujetas a lo mismo. Un ejemplo es el daño ocasionado a las instalaciones de una fábrica ubicada lejos de un aeropuerto debido al desplome de una aeronave. Otros ejemplos podrían incluir: 1) una cantidad considerable de siniestros no asegurados que no se relacionan con los riesgos normales de una compañía; 2) la expropiación por parte de un gobierno extranjero de activos propiedad de la compañía; y 3) confiscación o destrucción de bienes debido a actos de guerra, insurrección o agitaciones civiles no esperados. Estos acontecimientos no son recurrentes en general, pero su relación con las actividades de operación varía. Todos ellos son cosas que ocurren en el curso normal de los negocios. Incluso los activos destruidos por actos de la naturaleza reflejan los riesgos de las empresas. Los sucesos únicos son raros. Con frecuencia, lo que parece único es sintomático de los nuevos riesgos que afectarán la capacidad de generar utilidades y las operaciones futuras. El análisis tiene que tomar en consideración esta posibilidad. Sin embargo, salvo cuando hay pruebas de lo contrario, estas partidas se consideran extraordinarias y se omiten de los resultados de operación de un solo año. No obstante, son parte del desempeño a largo plazo de la compañía.

Ajustes a las partidas extraordinarias que reflejan persistencia. El segundo paso en el análisis de las partidas transitorias consiste en considerar sus efectos tanto en los recursos de la empresa como en la evaluación de la gerencia.

- *Efectos de las partidas transitorias en los recursos de la compañía.* Toda ganancia y pérdida transitoria tiene un doble efecto. Por ejemplo, cuando se registra una ganancia, la compañía también registra un aumento en los recursos. De manera similar, una pérdida produce una disminución en los recursos. Puesto que el rendimiento del capital invertido mide las relaciones entre la utilidad neta y los recursos, las ganancias y pérdidas transitorias afectan esta medición. Cuanto mayor sea la partida transitoria, tanto más grande será su efecto en el rendimiento. Si se usan las utilidades y

los sucesos corrientes en la predicción, entonces las partidas transitorias transmiten algo más que el desempeño pasado. Esto es, si una pérdida transitoria reduce el capital para los rendimientos esperados, se pierden rendimientos futuros. A la inversa, una ganancia transitoria aumenta el capital y los rendimientos esperados en el futuro. Al pronosticar la rentabilidad y el rendimiento de la inversión, el análisis debe tomar en cuenta los efectos de las partidas transitorias registradas y la probabilidad de que acontecimientos futuros den origen a partidas transitorias.

- *Efecto de las partidas transitorias en la evaluación de la gerencia.* Una implicación que frecuentemente se relaciona con las ganancias y pérdidas transitorias es su falta de relación con las actividades comerciales normales o planeadas. Debido a esto, a menudo no se usan para evaluar el desempeño de la gerencia. El análisis debe cuestionar esta exclusión de la evaluación del desempeño de la gerencia. ¿Cuáles son las actividades normales o planeadas que se relacionan con las decisiones de la gerencia? Sea que se consideren las transacciones con títulos o valores, las transacciones con activos de la planta, o las actividades de las divisiones y subsidiarias, todo esto se refleja en las medidas adoptadas por la gerencia con propósitos específicos. Como regla general, estas medidas requieren mayor consideración o deliberación que las decisiones de operación ordinarias porque a menudo son de carácter inusual y suponen cantidades considerables. Todas estas medidas influyen en la capacidad de la gerencia, como se pone de manifiesto en el siguiente texto:

EXTRACTO DEL ANÁLISIS

Viacom anunció un cambio transitorio de 1 500 millones de dólares en la rebaja de valor de su malhadada inversión en Blockbuster. Esta pérdida implica que las utilidades de años anteriores se sobreestimaron *y* también plantea dudas sobre las decisiones de la gerencia en cuanto a inversiones.

La gerencia debe cobrar conciencia de los riesgos que representan los desastres e impedimentos naturales o causados por el hombre. Las decisiones empresariales son responsabilidad de los gerentes. Por ejemplo, la decisión de emprender actividades internacionales se toma con conocimiento de los riesgos que esto implica. La decisión de contratar seguros o no es una decisión de operación normal. En realidad, nada es completamente inesperado ni imprevisible. La gerencia no emprende, o por lo menos no es probable que lo haga, actividades empresariales sin conocer los riesgos. La toma de decisiones entra dentro de las actividades esperadas de una empresa. Toda compañía está sujeta a riesgos inherentes, y la administración no debe emprender actividades a ciegas, sin sopesar estos riesgos.

En una evaluación de los resultados de operación, la distinción entre las partidas normales y las transitorias a veces carece de significado. Las convicciones de la dirección respecto a la calidad de sus decisiones casi siempre se relación con la normalidad, o ausencia de ésta, de las condiciones de negocios. Esto se hace evidente en la discusión y análisis de la gerencia. Sin embargo, los mejores gerentes prevén lo inesperado. Cuando ocurren fracasos o reveses, los malos gerentes generalmente dedican mucho tiempo a "explicarlos" como manera de eludir su responsabilidad. Aunque el éxito rara vez exige explicaciones, el fracaso da origen a largas explicaciones y a echar la culpa a acontecimientos poco comunes o imprevisibles. En una economía competitiva, las condiciones normales rara vez prevalecen mucho tiempo. A la gerencia se le paga por prever y esperar lo inusual. Las explicaciones no son sustitutas del desempeño.

PUNTO DE VISTA DEL ANÁLISIS ...USTED ES EL ANALISTA Y PRONOSTICADOR

Se encuentra usted analizando la persistencia de las utilidades de una compañía dentro de los preparativos para la publicación de los pronósticos de las utilidades de dicha empresa en el servicio de predicción en línea de la compañía donde usted trabaja. Las utilidades y sus componentes ("utilidad neta" e "ingreso de operaciones continuas") son estables y muestran una tendencia constante de crecimiento. Sin embargo, usted descubre "ganancias inusuales" relacionadas con litigios que representan 40% de las utilidades actuales. También encuentra "pérdidas extraordinarias" de costos ambientales. ¿Cómo afectan estos hechos la estimación de la persistencia de las utilidades que usted hace?

Respuesta, página 594

VALUACIÓN DEL CAPITAL BASADA EN LAS UTILIDADES

La valuación de una compañía es un objetivo importante para muchos usuarios de los estados financieros. Las estimaciones confiables del valor permiten tomar la decisión de comprar, vender, o conservar títulos, calcular el valor de una compañía para decisiones de crédito, estimar valores para combinaciones de empresas, determinar los precios para las ofertas públicas de los títulos de una compañía, y muchas otras aplicaciones útiles. En esta sección se continúa el examen de la valuación del capital basada en la contabilidad y la incorpora dentro del análisis de los estados financieros.

Las descripciones tradicionales de la valuación del capital de una empresa se basan en el *método del flujo de efectivo descontado (DCF, siglas de Discounted cash flow)*. De conformidad con este método, el valor de las acciones de una compañía se calcula con base en los pronósticos de los flujos de efectivo disponibles para los inversionistas de capital. Estos pronósticos se descuentan después usando el costo del capital de la compañía.[1] Es importante destacar que el modelo de valuación del capital basado en la contabilidad que se presentó anteriormente en este libro y se explica en esta sección es congruente en teoría con el método de DFC.

Relación entre los precios de las acciones y los datos contables

Recuérdese el modelo de valuación del capital basado en la contabilidad que se presentó en el capítulo 1:

$$V_t = BV_t + \frac{E(RI_{t+1})}{(1+k)^1} + \frac{E(RI_{t+2})}{(1+k)^2} + \frac{E(RI_{t+3})}{(1+k)^3} + \cdots$$

donde BV_t es el valor en libros al final del periodo t, RI_{t+n} es el ingreso residual en el periodo $t + n$, y k es el costo del capital. El **ingreso residual** en el periodo t se define como ingreso combinado neto menos un cargo en el valor inicial en libros, esto es, $RI_t = NI_t - (k \times BV_{t-1})$. El modelo muestra directamente la importancia de la rentabilidad futura en la estimación del valor de la compañía, esto es, usando las estimaciones de la utilidad neta y los valores en libros a futuro. Las estimaciones precisas de estas mediciones sólo pueden hacerse después de considerar la calidad y persistencia de las utilidades de una empresa y la capacidad de ésta para generarlas.

Una crítica común que se hace a los métodos de valuación basados en la contabilidad es que las utilidades están sujetas a manipulación y distorsión por parte de la gerencia, cuyos objetivos e intereses personales dependen de las cifras contables informadas. En efecto, una buena parte de este libro se centra en la necesidad de que el análisis vaya "más allá de las cifras". Por lo tanto, una pregunta razonable es: ¿La posible manipulación de los datos contables influye en la precisión de las estimaciones o los pronósticos del valor de la compañía, basados en la contabilidad? La respuesta es sí *y* no a la vez.

El caso numérico descrito en el ejemplo 11.3 confirma la parte negativa de la respuesta. Se demuestra que aunque las decisiones contables necesariamente afectan las utilidades y el valor en libros, la valuación no se afecta. Aunque la contabilidad conservadora (agresiva) produce valores en libros inferiores (superiores) del capital de los acciones, eso se compensa exactamente con el ingreso residual esperado superior (inferior).

La parte afirmativa de la respuesta se basa en el hecho de que el análisis usa datos contables registrados (y otra información) como base para proyectar la rentabilidad futura. En la medida en que las decisiones contables oculten el verdadero desempeño económico de la compañía, un analista poco experimentado puede dejarse engañar respecto al desempeño actual y futuro de la compañía. En consecuencia, las técnicas de análisis descritas en este libro son importantes para el análisis del capital aun cuando el modelo de valuación basado en la contabilidad sea matemáticamente inmune a las manipulaciones contables.

[1] Una opción común es descontar los flujos de efectivo esperados que estarán disponibles para los tenedores tanto de deuda como de capital, usando el costo promedio ponderado de la deuda y el capital de la compañía. Esto produce un estimado del valor total de la compañía. El valor del capital de una compañía se obtiene restando el valor de la deuda.

EJEMPLO 11.3

Considérense dos compañías idénticas. Estas compañías aplican los mismos métodos contables y se espera que anuncien ingresos de 20 millones de dólares antes de depreciación en todos los años futuros. Al principio del año 0, cada compañía tiene un valor en libros de 40 millones de dólares, y durante el año, cada una de ellas incurre en un desembolso de efectivo de 10 millones de dólares. La Compañía A decide capitalizar el desembolso y depreciarlo en los siguientes dos años según el método de depreciación en línea recta. La Compañía B opta por registrarlo como gasto inmediatamente. Cada compañía tiene un costo de capital de 15% y no tiene la intención de pagar dividendos en el futuro próximo. Puesto que las utilidades de ambas compañías son idénticas después del año 2, la diferencia en valuación de las dos compañías será afectada sólo por las diferencias en las utilidades a lo largo del año 2. En consecuencia, se supone que el ingreso residual durante el año 3 y de ahí en adelante es igual a cero. Pasando por alto los impuestos sobre la renta, las compañías anuncian los siguientes resultados:

Compañía A:	Año 0	Año 1	Año 2
Ingreso antes del efecto del gasto	$20	$20	$20
Depreciación del gasto de 10 dls.	0	5	5
Utilidad neta	$20	$15	$15
Valor en libros a final del año	$60	$75	$90

Compañía B:	Año 0	Año 1	Año 2
Ingreso antes del efecto del gasto	$20	$20	$20
Depreciación del gasto de 10 dls.	10	0	0
Utilidad neta	$10	$20	$20
Valor en libros a final del año	$50	$70	$90

Las valuaciones de la Compañía A y la Compañía B, calculadas a finales del año 0, se presentan a continuación:

$$\text{Valuación de la Compañía A} = \$60 + [\$15 - (15\% \times \$60)]/1.15 + [\$15 - (15\% \times \$75)]/1.15^2 = \underline{\underline{\$68.05}}$$

$$\text{Valuación de la Compañía B} = \$50 + [\$20 - (15\% \times \$50)]/1.15 + [\$20 - (15\% \times \$70)]/1.15^2 = \underline{\underline{\$68.05}}$$

En general, el término *contabilidad conservadora* se aplica a los métodos que resultan en menos ingresos y valores en libros inferiores en los primeros años. En consecuencia, si este desembolso de 10 millones de dólares se trata inmediatamente como un gasto, la Compañía B sigue un método de contabilidad conservador. A pesar del uso de los diferentes tratamientos contables del desembolso de 10 millones de dólares, los valores estimados de las Compañías A y B son iguales. Matemáticamente, el modelo de valuación del precio de las acciones basado en la contabilidad produce los mismos estimados de valuación en cualquier sistema de contabilidad que siga la relación del excedente limpio.

Múltiplos fundamentales de valuación

Dos mediciones de la valuación que se mencionan con mucha frecuencia son las razones precio-valor libros (PB, siglas de Price-to-book) y precio a utilidades (PE, siglas de price-to-earnings). Los usuarios suelen basar las decisiones de inversión en los valores observados de estas razones. Aquí se describe cómo un análisis puede llegar a las razones "fundamentales" PB y PE sin hacer referencia al precio al que se negocian las acciones de una compañía. Mediante la comparación de las razones fundamentales con aquellas que están implícitas en los precios actuales de las acciones, es posible evaluar los méritos de invertir en una empresa que cotiza en bolsa. En el caso de las compañías cuyas acciones no se negocian en los mercados activos, las razones fundamentales sirven como medio para estimar el valor de las acciones.

Razón precio a libros (PB)

La **razón precio a libros (PB)** se expresa como sigue:

$$\frac{\text{Valor de mercado de las acciones}}{\text{Valor en libro de las acciones}}$$

Investigación del análisis

PERSISTENCIA DE LAS UTILIDADES

La persistencia de las utilidades desempeña una función importante en la valuación de una compañía. La investigación del análisis indica que las utilidades no recurrentes incrementan el valor de la empresa dólar por dólar, en tanto que la reacción de los precios de las acciones ante las fuentes persistentes de utilidades es más alta y se relaciona positivamente con el grado de la persistencia.

El analista no puede basarse exclusivamente en las clasificaciones del estado de resultados para evaluar la persistencia de las utilidades de la compañía. Las investigaciones indican que muchos tipos de partidas no recurrentes se incluyen a menudo en el ingreso procedente de operaciones continuas. Por ejemplo, las pérdidas y ganancias resultantes de las ventas de activos, los cambios en las estimaciones contables, las disminuciones en el valor de los activos y las provisiones para pérdidas futuras. Los analistas tienen que examinar detenidamente las notas de los estados financieros, la discusión y análisis de la gerencia, así como otras notas aclaratorias para detectar la existencia de estas partidas. Los hechos también demuestran que las partidas extraordinarias y las operaciones discontinuas (partidas especiales) podrían predecirse en parte y proporcionar información relativa a la rentabilidad futura.

Las investigaciones recientes indican que las compañías que actualmente anuncian ingresos negativos conjuntamente con partidas especiales tienen más probabilidades de registrar partidas especiales en el año siguiente. Es muy factible que estas partidas especiales de años subsiguientes sean igualmente negativas. Las compañías rentables que tienen operaciones discontinuas tienen más probabilidades de registrar utilidades superiores en años subsiguientes.

Si se sustituye la expresión basada en la contabilidad del valor de las acciones en el numerador, la razón PB puede expresarse en términos de datos contables como sigue:

$$\frac{V_t}{(1+k)^1} = \left[\frac{(ROCE_{t+1} - k)}{(1+k)}\right] = \left[\frac{(ROCE_{t+2} - k)}{(1+k)^2} \times \frac{BV_{t+1}}{BV_t}\right] + \left[\frac{(ROCE_{t+3} - k)}{(1+k)^3} \times \frac{BV_{t+2}}{BV_t}\right] + \cdots$$

Esta expresión da origen a varias ideas importantes. Cuando se incrementa el futuro ROCE, el futuro crecimiento en el valor en libros, o ambos, también aumenta la razón PB. Asimismo, a medida que aumenta el costo (riesgo) del capital, k, la razón PB disminuye. Reconoce que las razones PB se desvían de 1.0 cuando el mercado espera utilidades residuales (tanto positivas como negativas) en el futuro. Si el valor presente de las utilidades residuales futuras es positivo (negativo), la razón PB es mayor (menor) que 1.0.

Razón precio a utilidades

La **razón precio a utilidades (PE)** se expresa como sigue:

$$\frac{\text{Valor de mercado de las acciones}}{\text{Utilidad neta}}$$

Ohlson y Juettner-Nauroth (2000) demostraron que la razón PE puede expresarse como una función del crecimiento a corto plazo (STG) y a largo plazo (LTG) de las utilidades por acción (EPS) como sigue:

$$\frac{P_0}{eps_1} = \frac{1}{k} \times \frac{STG - LTG}{k - LTG}$$

donde k es el costo del capital, STG (LTG) es el cambio porcentual esperado a corto (largo) plazo en EPS con respecto al crecimiento "normal" esperado, STG > LTG y LTG < k.[2] STG puede concebirse como la tasa de crecimiento a cinco años, consensuada entre los analistas, en EPS y LTG como la tasa de inflación a largo plazo más allá del horizonte de predicción.

La ecuación produce dos reflexiones importantes: 1) la razón PE se relaciona inversamente con el costo del capital, es decir, será más bajo (más alto) cuanto más alto (más bajo) sea el costo

[2] El crecimiento normal esperado es a la tasa del costo del capital, esto es, $eps_1 = eps_0 \times (1 + k)$ y eps incluye el rendimiento normal de los dividendos pagados durante el año (por ejemplo, $k \times$ dividendos).

del capital; y 2) la razón PE se relaciona positivamente con el crecimiento esperado en la utilidad por acción EPS con respecto al crecimiento normal.

La razón PE no dice nada sobre el nivel absoluto de las utilidades (si EPS es alta o baja), sólo la tasa a la que se espera que EPS aumente en relación con el crecimiento esperado.

Un caso interesante es aquel en que el crecimiento esperado a largo plazo en EPS con respecto a las EPS normales se espera que permanezca en un nivel constante (por ejemplo, cuando LTG = 0). En este caso la razón se reduce a:

$$\frac{P}{eps} = \frac{STG}{k^2}$$

De este modo, la razón PE se relaciona con el crecimiento a corto plazo en EPS con respecto al crecimiento normal esperado. Lo anterior constituye el principio en que se basa la **razón PEG**, un popular indicador de selección de acciones. Como ejemplo, suponga que la razón PE de una acción es 20 y el costo del capital es 10%. Los partidarios de este método clasifican como justo el precio de una acción si el crecimiento esperado en EPS es mayor que 20%, y excesivo si el crecimiento esperado en EPS es menor que 20%. Aunque aún falta por demostrar empíricamente la validez de la razón PEG, su uso generalizado destaca el aprecio por parte de los inversionistas de la relación entre PE y el crecimiento de las EPS.

Razones PB y PE para S&P 500

PB PE
Razón PB
Razón PE
Año
95 96 97 98 99 00 01 02 03 04

Ilustración de una valuación basada en las utilidades

La valuación basada en las utilidades se ilustra con la información financiera proveniente de Christy Company. El valor en libros del capital propio de Christy Company al 1 de enero del año 1 es de 50 000 dólares. El costo del capital (k) de la compañía es de 15%. Después de un estudio cuidadoso de la compañía y sus perspectivas, usando las técnicas de análisis descritas en este libro, se obtienen las siguientes predicciones de los datos contables:

	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5*
Ventas	$100 000	$113 000	$127 690	$144 290	$144 290
Gastos de operación	77 500	90 000	103 500	118 000	119 040
Depreciación	10 000	11 300	12 770	14 430	14 430
Utilidad neta	$ 12 500	$ 11 700	$ 11 420	$ 11 860	$ 10 820
Dividendos	$ 6 000	$ 4 355	$ 3 120	$ 11 860	$ 10 820

* *Nota: A partir del año 6, se espera que tanto los datos contables como los dividendos se aproximen a los niveles del año 5.*

Para aplicar el modelo de valuación basado en la contabilidad, se calculan los futuros valores en libros esperados y el futuro ROCE, usando las predicciones contables anteriores. Por ejemplo, el valor en libros esperado al 1 de enero del año 2 se calcula en 56 500 dólares (valor en libros inicial, 50 000 dólares, + utilidad neta, 12 500 dólares, − dividendos, 6 000 dólares). Los valores en libros esperados al 1 de enero de los años 3 a 5 son: 63 845 dólares, 72 145 dólares y 72 145 dólares, respectivamente.

Recuérdese que el modelo de valuación basado en la contabilidad usa el ROCE calculado con base en el valor en libros *al principio del periodo.* Por lo tanto, el ROCE esperado para el año 1 es 25% (12 500 dólares ÷ 50 000 dólares). Los valores de ROCE esperados para los años 2 a 5 son: 20.71, 17.89, 16.44 y 15%, respectivamente.

El valor del capital propio de Christy Company al 1 de enero del año 1 se calcula usando el modelo de valuación basado en la contabilidad como sigue:

$$\begin{aligned}\$58\ 594 = \$50\ 000 &+ \frac{(0.25 - 0.15) \times \$50\ 000}{1.15} + \frac{(0.2071 - 0.15) \times \$56\ 500}{1.15^2} \\ &+ \frac{(0.1789 - 0.15) \times \$63\ 845}{1.15^3} + \frac{(0.1644 - 0.15) \times \$72\ 145}{1.15^4} \\ &+ \frac{(0.15 - 0.15) \times \$72\ 145}{1.15^5} + 0 + \cdots\end{aligned}$$

Esta valuación basada en la contabilidad implica que las acciones de Christy deben venderse a una razón PB de 1.17 (58 594 dólares ÷ 50 000 dólares) al 1 de enero del año 1. En la medida en que las expectativas de los participantes en el mercado bursátil difieran de las que implica el modelo de valuación, la razón PB que usa el precio real de las acciones diferirá de 1.17. En este caso, es necesario considerar dos posibilidades: 1) las estimaciones de la rentabilidad futura son demasiado optimistas o pesimistas, o 2) el precio de las acciones de la compañía está mal establecido. Esta determinación es parte principal del análisis fundamental. Tres observaciones adicionales sobre esta ilustración son importantes:

1. El ROCE esperado es igual a 15% a partir del año 5. Este rendimiento de 15% es igual al costo del capital de Christy Company en esos años. Puesto que ROCE es igual al costo del capital a partir del año 5, los resultados de estos años no modifican el valor de Christy Company (esto es, las utilidades residuales son igual a cero en esos años). El supuesto de que el valor de ROCE se aproxima paulatinamente al costo del capital surge de la economía básica. Es decir, si las compañías en una industria pueden ganar rendimientos ROCE superiores al costo del capital, otras compañías ingresarán a la industria y reducirán las utilidades residuales a cero.[3] Los efectos previstos de la competencia están implícitos en los estimados de la rentabilidad futura. Por ejemplo, la utilidad neta como un porcentaje de las ventas disminuye continuamente de 12.5% (12 500 dólares ÷ 100 000 dólares) en el año 1 a 7.5% (10 820 dólares ÷ 144 290 dólares) a partir del año 5.
2. Puesto que las razones PE se basan tanto en las utilidades *actuales* como *futuras,* no se puede calcular una razón de PE para Christy Company al 1 de enero del año 1, porque los datos de años anteriores no están disponibles. Se puede calcular la razón PE al 1 de enero del año 2. Ésta se calcula como sigue (las utilidades del ingreso residual de Christy se calculan en el problema 11-5):

$$4.91 = \frac{1.15}{0.15} + \frac{\left(\frac{1.15}{0.15}\right)}{12\ 500}\left[\frac{3\ 225 - 5\ 000}{1.15} + \frac{1\ 884 - 3\ 226}{1.15^2} + \frac{1\ 039 - 1\ 845}{1.15^3} + \frac{0 - 1\ 039}{1.15^4}\right] - \frac{6\ 000}{12\ 500}$$

3. Los estimados de la valuación suponen que hay pago de dividendos a finales de cada año. Un supuesto más realista es que, en promedio, estos desembolsos de efectivo se harán más o menos a mediados de año. Para ajustar los estimados de la valuación respecto al descuento de medio año, se multiplica el valor presente de las utilidades residuales futuras por $(1 + k/2)$. En el caso de Christy Company, el estimado ajustado de la valuación es igual a 59 239 dólares. Esto se calcula así: 50 000 dólares más $[1 + (.15/2)] \times 8\ 594$ dólares.

[3] Es necesario estar alerta respecto a la posibilidad de que aun cuando las utilidades residuales sean iguales a cero, el conservadurismo en los principios de contabilidad puede crear la *apariencia* de rentabilidad residual. Aunque este problema no se aborda aquí, el análisis debe tomar en consideración los efectos de los principios de contabilidad conservadores en los valores futuros de ROCE. Por ejemplo, debido al registro obligatorio como gasto de todos los costos de investigación y desarrollo, las empresas en la industria farmacéutica se caracterizan por valores de ROCE relativamente altos.

CAPACIDAD DE GENERAR UTILIDADES Y PREDICCIÓN DE ÉSTAS PARA EFECTOS DE VALUACIÓN

En esa sección se abunda en la función de la capacidad de generación de utilidades y la predicción de éstas para efectos de valuación. También se explica el uso de los informes provisionales para supervisar y revisar estos cálculos de valuación.

Capacidad de generar utilidades

La **capacidad de generar utilidades** se refiere al nivel de utilidades que es probable persista en una compañía en el futuro previsible. Con pocas excepciones, la capacidad de generar utilidades se reconoce como un factor crucial en la valuación de una compañía. Los modelos de valuación basados en la contabilidad incluyen la capitalización de la capacidad de generar utilidades, donde la capitalización implica el uso de un factor o multiplicador que refleje el costo del capital y sus riesgos y rendimientos esperados a futuro. Muchos análisis de las utilidades y los estados financieros tienen el propósito de determinar la capacidad de generar utilidades.

Medición de la capacidad de generar utilidades

La capacidad de generar utilidades es un concepto derivado del análisis financiero, no de la contabilidad. Se centra en la estabilidad y persistencia de las utilidades y los componentes de éstas. Los estados financieros se usan para calcular esta capacidad. El cálculo exige conocimiento, criterio, experiencia y perspectiva. Las utilidades son la medición más confiable y relevante para efectos de valuación. Aunque ésta se orienta hacia el futuro, es preciso reconocer la importancia del desempeño presente y pasado de la compañía para estimar el desempeño futuro. Las utilidades de periodos recientes que se extienden a lo largo de un ciclo económico representan el desempeño real de las operaciones y proporcionan una perspectiva de las actividades de operación a partir de la cual se puede estimar el desempeño futuro. La valuación es muy importante para muchas decisiones (entre otras, inversión, otorgamiento de préstamos, planeación fiscal, adjudicación de controversias de valuación). En consecuencia, los estimados de valuación tienen que ser verosímiles y defendibles, y es necesario someter a escrutinio las desviaciones de la norma.

Horizonte de tiempo para la capacidad de generar utilidades

Un periodo de un año a menudo es demasiado breve para medir las utilidades con seguridad. Esto se debe al carácter a largo plazo de muchas actividades de inversión y financiamiento, los efectos de los ciclos económicos y la existencia de diversos factores no recurrentes. En general, la capacidad de generar utilidades de una compañía se calcula mejor si se usa un promedio (o acumulación) de las utilidades a lo largo de varios años. El horizonte de tiempo preferido para medir la capacidad de generar utilidades varía según las industrias y otros factores. Un horizonte típico es de 5 años (a veces, hasta de 10 años) para calcular el promedio de las utilidades. Este periodo amplio está menos sujeto a distorsiones, irregularidades y otros efectos transitorios que afectan la pertinencia de los resultados de un solo año. El cálculo de las utilidades a cinco años por lo regular conserva el énfasis en la experiencia reciente y evita el desempeño menos relevante.

La exposición sobre la calidad y persistencia de las utilidades destaca la importancia de varios atributos de las utilidades que incluyen la tendencia. La tendencia de las utilidades es un factor importante en la medición de la capacidad de generar utilidades. Si éstas muestran una tendencia sustentable, se puede ajustar el promedio para darles mayor peso a las utilidades recientes. Como ejemplo, en un cálculo de las utilidades a cinco años, a las utilidades más recientes se les podría asignar un peso de 5/15; a las utilidades de años inmediatamente anteriores, un peso de 4/15, y así sucesivamente hasta que las utilidades de hace cinco año reciban un peso de 1/15. Cuanto más representativa de las actividades futuras sea la experiencia reciente de una compañía, tanto más importante será en el cálculo del pronóstico de las utilidades. Si el desem-

peño reciente es diferente de los planes futuros de una compañía, se les da menos importancia a las utilidades anteriores y más a los pronósticos de las utilidades.

Ajuste de las utilidades por acción

La capacidad de generar utilidades se mide usando *todos* los componentes de éstas. Cada partida de ingresos y egresos forma parte de la experiencia de operación de una compañía. La cuestión consiste en a qué año se asignan estas partidas al calcular la capacidad de generar utilidades. En ciertos casos, el análisis de las utilidades podría limitarse a un horizonte a corto plazo. Como se explicó antes en este capítulo, las series de utilidades a corto plazo se ajustan con respecto a las partidas que se relacionan mejor con otros periodos. Si esto se hace por acción, todas las partidas tienen que ajustarse respecto de su efecto fiscal usando la tasa tributaria efectiva de la compañía, a menos que se especifique la tasa tributaria aplicable. También es necesario dividir todas las partidas entre el número de acciones usado para calcular las utilidades por acción (véase apéndice 6A). En el ejemplo 11.4 aparecen los ajustes analíticos de A. H. Robins Company.

EJEMPLO 11.4

Ejemplo de ajustes de las utilidades por acción

Patrón	Año 2	Año 1
Cambio en la tasa tributaria efectiva	+$0.02	
Conciliación de un litigio	+0.07	+$0.57
Cambio en la depreciación en línea recta	+0.02	
Reservas para pérdidas de activos extranjeros	+0.02	−0.15
Pérdida de la venta de divisiones	−0.19	
Cambio a UEPS (LIFO)	−0.07	
Conciliaciones extrajudiciales y gastos	−0.09	−0.12
Conversión de divisas extranjeras	−0.03	−0.04
Gastos de investigación y desarrollo superiores a niveles anteriores	−0.11	
Provisión porcentual más amplia para cuentas morosas	−0.02	
± Efecto en las utilidades por acción	−$0.38	+$0.26
Utilidades por acción registradas	$1.01	$1.71
Sumar efecto negativo al año 2	0.38	
Restar efecto positivo del año 1		(0.26)
Utilidades por acción ajustadas	$1.39	$1.45

Pronóstico de las utilidades

Una parte importante del análisis de los estados financieros y la valuación es la predicción de las utilidades. Desde la perspectiva analítica, la evaluación del nivel de las utilidades se halla muy vinculada con la predicción de éstas. Esto es porque un pronóstico relevante de las utilidades implica el análisis de los componentes de las utilidades y la evaluación de los niveles futuros de éstas. En consecuencia, buena parte de la exposición anterior de este capítulo es aplicable a la predicción de las utilidades. Ésta sigue al análisis de los componentes de las utilidades y supone la generación de estimados de los niveles futuros. Las interacciones deben considerarse entre los componentes y las condiciones comerciales futuras. También debe tomarse en consideración la persistencia y estabilidad de los componentes de las utilidades. Esto incluye el análisis de los elementos permanentes (recurrentes) y transitorios (no recurrentes).

Mecánica de la predicción de las utilidades

La predicción exige usar con eficacia toda la información disponible, incluidas las utilidades de periodos anteriores. La predicción también se beneficia de la desagregación. La desagregación implica el uso de datos por líneas de productos o segmentos y es útil en particular cuando estos segmentos difieren en cuanto a riesgo, rentabilidad, o crecimiento. Las utilidades divisionales de TechCom, Inc., revelan cómo se puede ocultar un desempeño divisional extraordinariamente diferente por medio de los resultados agregados.

UTILIDADES DE TECHCOM (MILLONES DE DÓLARES)

	2003	2004	2005	2006
Productos electrónicos	$1 800	$1 700	$1 500	$1 200
Servicios a clientes	600	800	1 100	1 400
Total de la utilidad neta	$2 400	$2 500	$2 600	$2 600

También debe distinguirse la predicción de la extrapolación. La *extrapolación* como regla general supone la continuación de una tendencia y proyecta mecánicamente esa tendencia hacia el futuro.

La investigación del análisis revela varias propiedades estadísticas de las utilidades. El crecimiento anual de las utilidades a menudo se comporta de manera aleatoria. Algunos usuarios interpretan lo anterior como una implicación de que no es posible pronosticar el crecimiento de las utilidades. Debe recordarse que estos estudios reflejan un comportamiento agregado y no la conducta individual de una compañía. Además, la predicción confiable de las utilidades no se hace mediante la extrapolación ingenua del crecimiento o las tendencias pasadas de las utilidades. Se hace mediante el análisis de los componentes de las utilidades y tomando en consideración toda la información disponible, tanto cualitativa como cuantitativa. Supone pronosticar estos componentes y especular sobre las condiciones económicas futuras.

Una fuente útil de información relevante para la predicción de las utilidades es la discusión y análisis de la gerencia, que contiene información sobre los puntos de vista y actitudes de la gerencia respecto al futuro, acompañada de una exposición de los factores que influyen en el desempeño de la compañía. Aunque las empresas han respondido con lentitud a la demanda de pronósticos numéricos de posición y desempeño financieros que existe en el mercado, se les insta a apuntar información con miras al futuro en la discusión y análisis de la gerencia.

Elementos en los pronósticos de las utilidades

Aunque el pronóstico de las utilidades depende de las perspectivas a futuro, el proceso de predicción tiene que basarse en datos presentes y pasados. Las condiciones futuras esperadas se pronostican a la luz de estos datos. El análisis debe evaluar la continuidad y el impulso del desempeño de la compañía, incluidos los de la industria a la que pertenece, pero debe ponerse en perspectiva. No se debe confundir el pasado con el futuro de una compañía y la incertidumbre de los pronósticos. También debe recordarse que las utilidades son iguales a total de ingresos menos total de gastos, y que los pronósticos de las utilidades reflejan estos componentes. Un cambio relativamente menor en un componente ocasiona un cambio importante en las utilidades.

Otro elemento de la predicción de las utilidades es verificar el carácter razonable de un pronóstico. A menudo se usa el rendimiento del capital invertido para este propósito. Si el pronóstico de las utilidades produce rendimientos muy diferentes de los rendimientos realizados en el pasado, o de los de la industria, es necesario volver a evaluar los pronósticos y el proceso. Las diferencias entre los rendimientos pronosticados y lo que resulta razonable tienen que explicarse. El rendimiento del capital invertido depende de las utilidades –donde las utilidades son un producto de la calidad de la gerencia y la administración de activos–.

- *Calidad de la gerencia.* Para "infundir vida" a los activos usándolos de manera rentable y eficiente se necesita un equipo de dirección creativo. Suponer la estabilidad de las relaciones y tendencias implica que no hay cambios importantes en la habilidad, profundidad y continuidad de la gerencia. También significa que no hay cambios importantes en el tipo de negocio donde se pongan a prueba las destrezas de la gerencia.
- *Administración de activos.* Un segundo elemento de las operaciones rentables es la administración de los activos y el éxito en el financiamiento de éstos. Las compañías requieren activos para ampliar las operaciones. La continuidad del éxito y los pronósticos del crecimiento dependen de las fuentes de financiamiento y los efectos de éstas en las utilidades.

La situación financiera de una empresa es otro elemento de la predicción de las utilidades. La falta de liquidez impide una administración con buenos resultados, y una estructura riesgosa del capital limita las acciones de la gerencia. Estos y otros factores económicos, industriales y competitivos son importantes en la predicción de las utilidades. En la predicción de las utilidades, es preciso añadir las expectativas respecto al futuro al conocimiento que se tiene del pasado. También deben evaluarse las tendencias de las utilidades, concentrándose de manera particular en los indicadores del desempeño futuro, como gastos de capital, retrasos para surtir los pedidos y tendencias de la demanda de productos y servicios. Es importante darse cuenta de que la predicción de las utilidades va acompañada de una incertidumbre considerable. Los pronósticos podrían resultar muy distintos de la realidad debido a acontecimientos o circunstancias impredecibles. Para contrarrestar la incertidumbre, se supervisa continuamente el desempeño en relación con los pronósticos y éstos se revisan según corresponda.

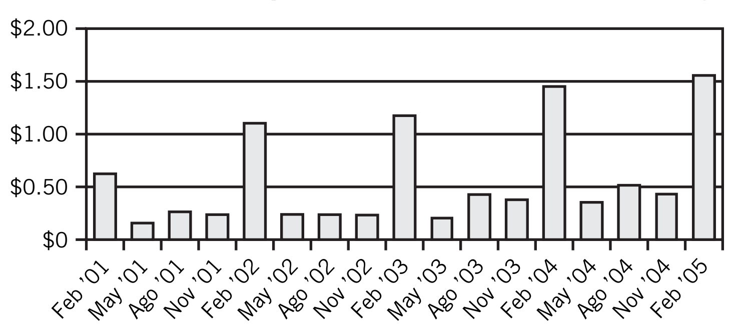
Informes de los pronósticos de las utilidades

En los últimos años ha surgido un creciente interés en la revelación de los pronósticos de las utilidades por parte de las compañías. Es necesario aceptar que los pronósticos de la gerencia (internos) son diferentes de los que realizan los analistas financieros (externos). La fiabilidad de los pronósticos depende del acceso a la información y los supuestos planteados. El uso de los pronósticos de la gerencia o los de los analistas externos en el análisis de uno depende de la evaluación de los supuestos en los que se basan. La Comisión de Valores y Bolsa de Estados Unidos recomienda que se hagan pronósticos *de buena fe* que tengan una base razonable. Asimismo, recomienda que se elaboren siguiendo el modelo de los estados financieros y que se acompañen de información suficiente para que los inversionistas puedan evaluar la fiabilidad. Para alentar la revelación de los pronósticos, la Comisión de Bolsa y Valores ha establecido normas "defensivas" que protegen a las compañías contra demandas judiciales en caso de que las predicciones no se vuelvan realidad. Estas reglas protegen a las compañías siempre que sus pronósticos tengan una base razonable y se hagan de buena fe. Debido a consideraciones jurídicas prácticas, pocas compañías aprovechan estas normas y publican pronósticos. La siguiente advertencia de The Limited es típica de la renuencia de las compañías a publicar pronósticos:

EXTRACTO DEL ANÁLISIS

La Compañía advierte que cualquier declaración con miras al futuro... entraña riesgos e incertidumbres, y está sujeta a... cambios en los hábitos de gasto y las preferencias de los consumidores, así como a las condiciones económicas en general, el efecto de la competencia y los precios, los cambios en las condiciones atmosféricas, la estabilidad política, los riesgos en el tipo de cambio de las divisas y los cambios en los derechos aduanales, los aranceles y las cuotas existentes o potenciales, aumentos y cargos en las tarifas postales; los costos de papel e impresión, la disponibilidad de tiendas situadas en lugares adecuados en las condiciones apropiadas, la capacidad de crear nueva mercancía y la capacidad de contratar y capacitar empleados.

Informes provisionales para la supervisión y revisión de los estimados de las utilidades



La evaluación de la capacidad de generar utilidades o los pronósticos de las utilidades de una compañía dependen de estimados de condiciones futuras que no se pueden verificar. El análisis tiene que supervisar continuamente el desempeño de la compañía y compararlo con los pronósticos y supuestos más recientes. Los pronósticos deben revisarse con regularidad para incorporar las condiciones económicas actuales. Los estados financieros provisionales (menos de un año) son una valiosa fuente de información para dar seguimiento al desempeño. Los estados financieros provisionales se emiten generalmente cada trimestre y tienen el propósito de satisfacer algunas necesidades de los usuarios. Son convenientes para revisar los estimados de la capacidad de generar utilidades y los pronósticos de éstas. Sin embargo, hay que reconocer algunas limitaciones de los informes provisionales relacionadas con las dificultades para asignar los componentes de las utilidades a periodos de menos de un año. En el resto de este capítulo se describen estas limitaciones y sus efectos en los informes provisionales.

Ajustes contables de fin de periodo

La determinación de los resultados de operación durante el periodo de un año requiere muchos ajustes de acumulación y estimaciones. Estos ajustes de fin de año suelen ser complejos, laboriosos y costosos. Los ejemplos incluyen: el reconocimiento de ingresos, la determinación de costos de inventario, la asignación de gastos generales, la obtención de valores de mercado de instrumentos financieros y la estimación de deudas incobrables. Los ajustes con respecto a los periodos provisionales de ordinario son menos completos y usan información menos confiable que los estados de fin de año. Es probable que esto genere una medición menos precisa de las utilidades durante los periodos provisionales.

Estacionalidad de las actividades comerciales

Muchas compañías experimentan estacionalidad en sus actividades comerciales. Con frecuencia, las ventas, la producción y otras actividades de operación se distribuyen de manera no uniforme a lo largo de los periodos provisionales. Lo anterior distorsiona la comparación de las utilidades provisionales. De igual manera, crea problemas para asignar ciertos costos discrecionales, como publicidad, investigación, desarrollo, reparaciones y mantenimiento. Si estos gastos varían con las ventas, por lo general se acumulan en la base de las ventas esperadas para el año completo. Los problemas en relación con el registro también se extienden a la asignación de costos fijos durante los periodos provisionales.

Método de preparación de informes integrales

En general, los informes provisionales se preparan de acuerdo con los requisitos que se exigen para los informes anuales. Al aceptar el punto de vista de que los informes trimestrales forman un conjunto con los de todo el año en vez de representar periodos separados que no tienen conexión entre sí, la práctica exige la acumulación de los ingresos y gastos a lo largo de los periodos provisionales. Esto incluye las acumulaciones por reducciones del inventario, descuentos por volumen y cuentas incobrables. En términos generales, las pérdidas no se difieren más allá del periodo provisional en el que ocurren y las partidas extraordinarias se registran en el periodo provisional en que ocurren. Sin embargo, la acumulación de los costos de publicidad no es aceptable porque sus beneficios no pueden preverse. De manera similar, las liquidaciones de inventarios UEPS (LIFO) no se toman en consideración para los periodos provisionales y sólo las disminuciones permanentes

en los valores del inventario se registran en los informes provisionales. En contraste, el impuesto sobre la renta se acumula usando la tasa tributaria efectiva esperada para el ejercicio anual.

Requisitos de la Comisión de Bolsa y Valores de Estados Unidos (SEC) para la preparación de informes provisionales

La SEC está muy interesada en los informes provisionales. Exige la presentación de informes trimestrales (formulario 10-Q), informes sobre avances actuales (formulario 8-K), revelación por separado de los resultados del cuarto trimestre, y detalles de los ajustes de fin de año. Existen varios requisitos para preparar los informes provisionales que se presentan ante la SEC. Los principales incluyen:

- Datos comparativos del estado de resultados provisional y del año a la fecha; pueden rotularse *sin auditar,* pero tienen que incluirse en los informes anuales (las pequeñas empresas están exentas).
- Balances generales comparativos.
- Estado de flujos de efectivo del año a la fecha.
- Información pro forma sobre combinaciones de empresas, registradas como compras.
- Conformidad con principios de contabilidad aceptados y aclaración de los cambios en la contabilidad, incluida una carta del auditor en la que explique si los cambios son preferibles.
- Análisis narrativo por parte de la gerencia de los resultados de operación, con explicaciones de los cambios en ingresos y gastos durante los periodos provisionales.
- Aclaración respecto a si se ha presentado un formulario 8-K durante el periodo, para informar ya sea de ajustes por utilidades inusuales o de cambio de auditor.

Se piensa que esta información ayuda a los usuarios a comprender mejor las actividades comerciales de una compañía. También se cree que ayuda a los usuarios a estimar oportunamente la tendencia en las actividades comerciales a través de un periodo.

Análisis de las implicaciones en los informes provisionales

El análisis debe tomar en cuenta los errores de estimación y la discrecionalidad inherente en los informes provisionales. La participación limitada de los auditores en los informes provisionales reduce la confiabilidad de éstos en relación con los estados financieros anuales auditados. Las reglamentaciones bursátiles ofrecen cierta seguridad, aunque ésta es limitada. Aun así, no todos los requisitos relacionados con el registro y que se exigen para los informes provisionales son necesariamente los mejores para el análisis de uno. Por ejemplo, la inclusión de partidas extraordinarias en el periodo provisional cuando éstas se producen exige un ajuste para poder usar la información en el análisis. Asimismo, aunque la acumulación de gastos en periodos provisionales es razonable, el análisis debe tener en cuenta que no existen reglas precisas que rijan estas acumulaciones. A menudo, es más fácil cambiar los gastos que los ingresos a través de periodos provisionales. Por lo tanto, de ordinario el análisis subraya los ingresos provisionales como una medida del desempeño provisional. Además, algunos problemas de estacionalidad que surgen con los informes provisionales se superan calculando *cifras acumuladas del año a la fecha,* que incluyen los resultados del trimestre más reciente.

RESPUESTAS DE ORIENTACIÓN PARA LOS PUNTOS DE VISTA DEL ANÁLISIS

ANALISTA Y PRONOSTICADOR

Las utilidades más persistentes reflejan elementos de operación recurrentes, estables y predecibles. Su estimación de la persistencia de las utilidades debe tomar en consideración estos elementos. Las utilidades más persistentes comprenden elementos de operación recurrentes. El hecho de encontrar que 40% de las utilidades proviene de ganancias inusuales supone menos persistencia porque el origen no es de operación. De la misma manera, usted puede cuestionar la clasificación de las ganancias en litigios como inusuales –en ocasiones es mejor considerarlas como extraordinarias–.

El componente de la pérdida extraordinaria también implica menos persistencia. En este caso, usted necesita evaluar si los costos ambientales son verdaderamente extraordinarios para las operaciones de esta empresa. En conjunto, estos componentes in-

dican menos persistencia de lo que deja entrever la tendencia de crecimiento estable y constante en las utilidades agregadas. Esta menor persistencia debe reflejarse tanto en el nivel como en la incertidumbre del pronóstico de las utilidades.

PREGUNTAS

11-1. ¿Por qué el análisis de los gastos de investigación y desarrollo es importante para evaluar y pronosticar las utilidades? ¿Cuáles son algunas de las inquietudes que surgen en el análisis de los gastos de investigación y desarrollo?

11-2. ¿Qué relación existe entre los valores registrados de los activos y las utilidades registradas? ¿Qué relación hay entre los valores registrados de los pasivos, incluidas las provisiones, y las utilidades registradas?

11-3. ¿Cuál es el propósito de reformular el estado de resultados para analizarlo?

11-4. ¿Dónde se encuentran los datos necesarios para analizar los resultados de operación y para reformularlos y ajustarlos?

11-5. Describa el proceso de reformulación. ¿Cuál es el propósito del proceso de reformulación en el análisis?

11-6. Describa el ajuste del estados de resultados con respecto al análisis de los estados financieros.

11-7. Explique qué es la administración de las utilidades. ¿Cómo se distingue la administración de las utilidades de los informes fraudulentos?

11-8. Identifique y explique por lo menos tres tipos de administración de las utilidades.

11-9. ¿Qué factores e incentivos motivan a las compañías (gerencia) a practicar la administración de las utilidades? ¿Qué implicaciones tienen estos incentivos en el análisis de los estados financieros?

11-10. ¿Por qué a la gerencia le interesa declarar ganancias y pérdidas extraordinarias?

11-11. ¿Cuáles son los objetivos del análisis al evaluar las partidas extraordinarias?

11-12. ¿Señale las tres categorías en que es útil subdividir las partidas extraordinarias o inusuales para propósitos del análisis? Proporcione ejemplos de cada categoría. ¿Cómo debe el análisis tratar las partidas de cada una de estas categorías? ¿Hay algún tratamiento implícito en todas las circunstancias? Explique.

11-13. Describa los efectos de las partidas extraordinarias en:

a) Recursos de la compañía.

b) Evaluación de la gerencia.

11-14. Comente sobre la siguiente aseveración: “Las ganancias o pérdidas extraordinarias no resultan de las actividades comerciales ‘normales’ o ‘planeadas’ y, en consecuencia, no deben usarse para evaluar el desempeño de la gerencia”. ¿Está usted de acuerdo?

11-15. ¿Las manipulaciones contables influyen en los estimados basados en las utilidades de la valuación de una compañía? Explique.

11-16. *a*) Identifique los principales determinantes de las razones PB y PE.

b) ¿Cómo puede el analista usar conjuntamente los valores de las razones PB y PE para evaluar las ventajas de una inversión específica en acciones?

11-17. ¿Qué diferencia hay entre pronosticar y extrapolar las utilidades?

11-18. ¿De qué manera ayudan los requisitos de revelación de la discusión y análisis de la gerencia en la predicción de las utilidades?

11-19. ¿Qué es la capacidad de generar utilidades? ¿Por qué esta capacidad es importante para el análisis de los estados financieros?

11-20. ¿Cómo se usan los estados financieros provisionales en el análisis? ¿Qué problemas contables relacionados con los estados provisionales deben tenerse presentes al realizar un análisis?

11-21. Los informes financieros provisionales están sujetos a limitaciones y distorsiones. Identifique y explique por lo menos dos razones de esto.

11-22. ¿Cuáles son los principales requisitos de revelación que se exigen para los informes provisionales? ¿Cuáles son los propósitos de estos requisitos?

11-23. ¿Cuáles son las implicaciones de los informes provisionales en el análisis financiero?

EJERCICIOS

EJERCICIO 11-1
Análisis e interpretación del gasto de mantenimiento y reparaciones

Quaker Oats Company

Consulte los estados financieros de **Quaker Oats Company** en el problema 9-6, conjuntamente con la siguiente nota al pie:

DATOS COMPLEMENTARIOS DE GASTOS

(Millones de dólares)	Año 11	Año 10	Año 9
Publicidad, medios informativos y producción	$ 277.5	$ 282.8	$ 256.5
Mercadeo	1 129.9	912.5	886.2
Total de publicidad y mercadeo	$1 407.4	$1 195.3	$1 142.7
Mantenimiento y reparaciones	$ 96.1	$ 96.6	$ 93.8
Gasto de depreciación	$ 125.2	$ 103.5	$ 94.5
Investigación y desarrollo	$ 44.3	$ 43.3	$ 39.3

Se requiere:

a) Prepare una tabla donde el gasto de mantenimiento y reparaciones se muestre: *i*) como porcentaje de los ingresos, y *ii*) como porcentaje de inmuebles, planta y equipo (neto) para:

1. Los años 9 y 10, cada uno por separado.
2. El total de los años 9 y 10.
3. El promedio de los años 9 y 10.
4. El año 11.

COMPROBACIÓN
4. *i*) 1.75%
ii) 7.80%

b) Interprete la comparación del nivel de gasto en mantenimiento y reparaciones en el año 11 con el nivel promedio del gasto en los años 9 y 10.

EJERCICIO 11-2
Interpretación de partidas extraordinarias

El presidente de Vancouver Viacom hizo los siguientes comentarios a los accionistas:

> En lo que respecta a la postura de la gerencia, Vancouver Viacom se ha resistido a unirse a un creciente número de compañías que, junto con los anuncios de las utilidades, realizan anuncias de pérdidas extraordinarias o no recurrentes. Muchos de estos casos dan la impresión de ser problemas normales de operación. Cuando cerramos plantas, cargamos a las utilidades los costos incurridos o reservados al acercarse el acontecimiento. Estos costos, a mi juicio, son por lo general un gasto normal de operación y algo que una buena gerencia debe esperar o prever. Por supuesto, esto plantea la pregunta de qué cifra de utilidades debe usarse para evaluar la razón de precio a utilidades y la calidad de las utilidades.

Se requiere:

a) Explique su reacción ante estos comentarios.

b) ¿Qué factores determinan si una ganancia o una pérdida es extraordinaria?

c) Explique si usted clasificaría las siguientes partidas como extraordinarias y por qué.

1. Pérdida sufrida por subsidiarias extranjeras debido a un cambio en el tipo de cambio de las divisas.
2. Rebaja del valor del inventario de costo a mercado.
3. Pérdida atribuible a un producto mejorado, creado por un competidor.
4. Disminución en la utilidad neta por tasas tributarias más altas.
5. Aumento en el ingreso por la liquidación de inventarios UEPS (LIFO) de bajo costo debido a una huelga.
6. Gastos incurridos en la reubicación de una fábrica.
7. Gastos incurridos en la liquidación de líneas de productos no rentables.
8. Costos de investigación y desarrollo cancelados por el fracaso de un producto (no comercializado).
9. Costos de software cancelados porque la demanda de un producto fue menor que la que se esperaba.
10. Dificultades financieras de uno de los principales clientes, lo que provocó la creación de una provisión para cuentas incobrables.
11. Pérdida en la venta de autos para arrendamiento de una empresa de alquiler de autos.
12. Ganancias en las ventas de activos fijos.
13. Pagos de alquiler recibidos de empleados que ocupan casas propiedad de la compañía.
14. Pérdidas por siniestros no asegurados.
15. Expropiación por un gobierno extranjero de toda una división de la compañía.
16. Confiscación o destrucción de bienes a causa de un acto de guerra.

COMPROBACIÓN
1. No
5. No
10. No

EJERCICIO 11-3
Partidas extraordinarias en el análisis de los estados financieros

A continuación se presentan los comentarios de un analista financiero sobre las clasificaciones del estado de resultados:

> Debemos olvidarnos de la palabra "extraordinario" y dejar que los usuarios decidan si cosas como una huelga volverán a ocurrir o no el próximo año, o si el abandono de un arrendamiento se repetirá o no. Lo que se necesita es un estado financiero que incluya todo, sin partidas extraordinarias. Permítase que los usuarios empleen el estado de resultados para propósitos de predicción, eliminando las partidas que no se repetirán. Pero consiéntase que el registro muestre todos los acontecimientos que producen un efecto –ya que, en realidad, no hay valores que "no cuenten"–. El método del desempeño de operación actual como base para elaborar los informes no tiene mérito. Sostengo que todo es importante y tiene que ser incluido. Si se omiten partidas del desempeño de operación actual, lo que estamos haciendo es relegarlas a una posición inferior. No creo que esto sea correcto desde un punto de vista teórico. Todo debe incluirse para evaluar mejor a la gerencia y pronosticar las utilidades. Los usuarios pueden decidir en lo individual respecto a las ventajas de una cancelación de inventarios, o la venta o abandono planeados de una planta. Ambas partidas son dignas de afectar negativamente los ingresos porque reflejan el desempeño de la gerencia. El usuario puede excluir ambas partidas para pronosticar las utilidades. El sistema actual origina un mal uso. Incluso un terremoto es parte de la situación. El abandono de un arrendamiento se repite en la industria petrolera. Ningún hombre es suficientemente sabio para deshacer el nudo gordiano de esta cuestión y decidir y seleccionar qué es extraordinario, recurrente, típico, o acostumbrado.

Se requiere:

a) Describa sus puntos de vista sobre esta declaración. ¿Qué opinión tiene respecto a cómo deben registrarse las partidas extraordinarias?

b) Explique cómo deben tratarse las partidas extraordinarias en el análisis financiero.

EJERCICIO 11-4
Interpretación de las revelaciones a los estados financieros provisionales

Los estados de contabilidad provisionales comprenden una parte muy importante de los informes financieros. Hay un debate en curso acerca de la pertinencia de informar sobre las actividades comerciales de periodos provisionales.

Se requiere:

a) Explique cómo se reconocen los ingresos en los periodos provisionales. Comente sobre las diferencias en el reconocimiento de los ingresos respecto a compañías: 1) sujetas a fluctuaciones estacionales de los ingresos muy pronunciadas, y 2) que registran contablemente los contratos de obras a largo plazo usando un porcentaje de terminación para periodos anuales.

b) Explique cómo se reconocen los costos de productos y periodos en los periodos provisionales.

c) Explique cómo puede darse tratamiento contable especial a los inventarios y costos de los bienes vendidos en periodos provisionales.

d) Describa cómo se calcula y asienta la provisión para el pago del impuesto sobre la renta en los informes provisionales.

(Adaptado de AICPA)

EJERCICIO 11-5
Identificación de las causas de variabilidad en los datos financieros

Un analista necesita entender las causas e implicaciones de la variabilidad en los datos de los estados financieros.

Se requiere:

Identifique los factores que afectan la variabilidad en las utilidades por acción, los dividendos por acción y el precio de mercado por acción que se derivan de:

a) La compañía

b) La economía.

(Adaptado de CFA)

PROBLEMAS

PROBLEMA 11-1
Reformulación del estado de resultados

Quaker Oats Company

Consulte los estados financieros de **Quaker Oats Company** en el problema 9-6, junto con las siguientes notas al pie:

DATOS COMPLEMENTARIOS DE GASTOS

(Millones de dólares)	Año 11	Año 10	Año 9
Publicidad, medios informativos y producción	$ 277.5	$ 282.8	$ 256.5
Mercadeo	1 129.9	912.5	886.2
Total de publicidad y mercadeo	$1 407.4	$1 195.3	$1 142.7
Mantenimiento y reparaciones	$ 96.1	$ 96.6	$ 93.8
Gasto de depreciación	$ 125.2	$ 103.5	$ 94.5
Investigación y desarrollo	$ 44.3	$ 43.3	$ 39.3

GASTO (INGRESO) POR INTERESES

(Millones de dólares)	Año 11	Año 10	Año 9
Gasto total por intereses	$101.9	$120.2	$ 75.9
Ingreso total por intereses	(9.0)	(11.0)	(12.4)
Interés neto asignado a operaciones discontinuas	(6.7)	(7.4)	(7.1)

(Millones de dólares)	Año 11 Cantidad	Año 11 % del ingreso antes de impuestos	Año 10 Cantidad	Año 10 % del ingreso antes de impuestos	Año 9 Cantidad	Año 9 % del ingreso antes de impuestos
Provisión para impuestos basada en la tasa federal estatutaria	$139.9	34.0%	$130.0	34.0%	$81.3	34.0%
Impuesto sobre las utilidades, local y estatal, neto, después de deducir el beneficio del impuesto sobre la renta federal	16.7	4.1	11.9	3.1	7.7	3.2
Beneficio ANC	—	—	—	—	(1.7)	(.7)
Repatriación de utilidades del extranjero	4.3	1.0	4.8	1.3	(2.1)	(.9)
Diferencial de la tasa del impuesto fuera de EUA	8.2	2.0	9.8	2.5	8.8	3.7
Créditos fiscales, EUA	(.2)	—	(.1)	—	(.7)	(.3)
Partidas varias, neto	6.8	1.6	(2.9)	(.8)	(3.1)	(1.3)
Provisión real para impuestos	$175.7	42.7%	$153.5	40.1%	$90.2	37.7%

OTROS GASTOS (INGRESOS)

(Millones de dólares)	Año 11	Año 10	Año 9
Pérdidas (ganancias) en el tipo de cambio de las divisas, neto	$ (5.1)	$ 25.7	$ 14.8
Amortización de intangibles	22.4	22.2	18.2
Pérdidas (ganancias) de cierres de plantas y operaciones vendidas o por venderse, neto	8.8	(23.1)	119.4
Varios, neto	6.5	(8.4)	(2.8)
Otros gastos, neto	$32.6	$ 16.4	$149.6

Se requiere:

a) Reformule los estados de resultados de Quaker Oats mediante el ingreso proveniente de las operaciones continuas para los años 11, 10 y 9 (calcule el ingreso sobre la renta federal en 34%).

b) Interprete las tendencias que revelan los estados de resultados reformulados.

COMPROBACIÓN
Ingreso continuo reformulado Años 11-9, 252.7 dólares, 224.5 dólares, 126.8 dólares

---

PROBLEMA 11-2
Análisis de los estados financieros antes y después de una adquisición

Se está considerando la compra de todas las acciones comunes y preferentes en circulación de Finex, Inc., por 700 000 dólares al 2 de enero del año 2. A continuación se presentan los estados financieros de Finex correspondientes al año 1.

FINEX, INC.
Balance general
Al 31 de diciembre del año 1

Efectivo	$ 55 000
Bonos del gobierno de EUA	25 000
Cuentas por cobrar, neto	150 000
Inventario de mercancías	230 000
Terrenos	40 000
Construcciones, neto[a]	360 000
Equipo, neto[b]	130 000
Total del activo	$990 000
Cuentas por pagar	$170 000
Documentos por pagar, corto plazo	50 000
Bonos por pagar, con vencimiento en el año 12[c]	200 000
Acciones preferentes, 6%, valor a la par 100 dls.	100 000
Acciones comunes, valor a la par 100 dls.	400 000
Capital pagado por encima del valor a la par	43 000
Utilidades retenidas[d]	27 000
Total del pasivo y capital	$990 000

Estado de resultados
Para el año que terminó el 31 de diciembre del año 1

Ventas netas	$860 000
Costo de los bienes vendidos	546 000
Utilidad bruta	314 000
Gastos de venta y administrativos	240 000
Utilidad de operación	74 000
Gasto por impuesto sobre la renta	34 000
Utilidad neta	$ 40 000

a) *Depreciación acumulada en construcciones, 35 000 dólares. Gasto de depreciación en el año 1, 7 900 dólares.*
b) *Depreciación acumulada en equipo, 20 000 dólares. Gasto de depreciación en el año 1, 9 000 dólares.*
c) *Los bonos se venden a valor a la par.*
d) *Dividendos pagados en el año 1: preferentes, 6 000 dólares; comunes, 20 000 dólares.*

Se necesita ajustar la utilidad neta para estimar el potencial de utilidades de una adquisición. La compañía usa el método PEPS (FIFO) de valuación de inventarios y todos ellos pueden venderse sin pérdida. Con el cambio de propiedad se espera que un porcentaje adicional de 5% de cuentas por cobrar netas sean incobrables. Se supone que las ventas y todas las demás relaciones financieras son constantes.

Se requiere:

a) ¿Qué valor registrado se asignaría individualmente a terrenos, construcciones y equipo después de la compra propuesta, suponiendo que se asigne el excedente del precio de compra a estos tres activos en proporción con sus respectivos valores en libros en el balance general del año 1? (implícitamente se supone que estos activos están subestimados en esta cantidad).

COMPROBACIÓN
b) Activo total, 1 120 000 dólares.
c) Utilidad de operación, 72 008 dólares

b) Prepare el balance general de Finex, Inc., inmediatamente después de la compra propuesta.

c) Calcule la utilidad neta de operación de Finex, Inc., para el año 2 bajo la nueva propiedad. (*Sugerencia:* Use la misma razón de gasto de depreciación a activos; y una tercera parte de la depreciación se carga al costo de los bienes vendidos.)

d) Suponiendo que la razón mínima requerida de utilidad de operación a ventas netas es de 8%, ¿debe realizarse la compra de Finex, Inc.?

PROBLEMA 11-3
Análisis de las restricciones de crédito para un préstamo bancario

Aspero, Inc., tiene ventas de aproximadamente 500 000 dólares al año. Aspero necesita un préstamo a corto plazo de 100 000 dólares para financiar sus necesidades de capital de trabajo. Dos bancos están considerando la posibilidad de otorgar el préstamo a Aspero, pero cada uno de ellos exige que se satisfagan ciertas condiciones mínimas. Bank America requiere por lo menos un margen bruto de 25% sobre las ventas, y Bank Boston requiere una razón del circulante de 2:1. La siguiente información de Aspero está disponible para el año en curso:

- Las devoluciones de ventas y provisiones representan 10% de las ventas.
- Las devoluciones de compras y provisiones representan 2% de las compras.
- Los descuentos de venta representan 2% de las ventas.
- Los descuentos en las compras representan 1% de las compras.
- El inventario final es de 138 000 dólares.
- El efectivo es 10% de las cuentas por cobrar.
- Las condiciones de crédito para los clientes de Aspero son 45 días.
- Las condiciones de crédito que Aspero recibe de los proveedores son 90 días.
- Las compras del año ascienden a 400 000 dólares.
- El inventario final es 38% mayor que el inventario inicial.
- Las cuentas por pagar son el único pasivo circulante.

COMPROBACIÓN
Bank America rechaza la solicitud de préstamo.

Se requiere:

Evalúe si Aspero, Inc., satisface las condiciones mínimas establecidas para que uno o ambos bancos le otorguen el préstamo que solicita. Muestre los cálculos.

PROBLEMA 11-4
Valuación de las acciones basada en la contabilidad

Use los datos de Christy Company en este mismo capítulo para responder lo siguiente:

a) Calcule el ingreso residual de Christy Company en cada uno de los años 1 a 5.

b) Use el método de valuación basado en la contabilidad para estimar el valor del capital de Christy al 1 de enero de cada uno de los años 2 a 5.

c) El examen de Christy Company efectuado en el capítulo supone que la contabilidad en cuanto a valor en libros no es conservadora. ¿Cómo afecta el uso de los principios de contabilidad conservadores la tarea de valuación basada en la contabilidad?

COMPROBACIÓN
01/01/año 2
b) 60 747 dólares
c) 61 066 dólares
e) 1.09

d) Use la fórmula PB para determinar la razón PB al 1 de enero de cada uno de los años 2 a 5.

e) Use la fórmula PE para determinar la razón PE al 1 de enero de cada uno de los años 3 a 5.

CASOS

Ferro Corporation

CASO 11-1
Análisis e interpretación de las tendencias en las utilidades y los componentes de éstas

A continuación se presentan los estados financieros de **Ferro Corporation**, junto con la nota 7 acerca del impuesto sobre la renta e información tomada del formulario 10-K:

ESTADO DE RESULTADOS CONSOLIDADO
Años terminados el 31 de diciembre del año 6 y el año 5

(Miles de dólares)	Año 6	Año 5
Ventas netas	$376 485	$328 005
Costo de las ventas	266 846	237 333
Gastos de venta y administrativos	58 216	54 140
Investigación y desarrollo	9 972	8 205
Gastos de operación	335 034	299 678
Ingreso de operación	41 451	28 327
Otros ingresos		
Participación en las utilidades netas de compañías filiales	1 394	504
Regalías	710	854
Intereses ganados	1 346	1 086
Varios	1 490	1 761
Total de otros ingresos	4 940	4 205
Otros cargos		
Gasto por intereses	4 055	4 474
Pérdida no realizada de conversión de divisas extranjeras	4 037	1 851
Varios	1 480	1 448
Total de otros cargos	9 572	7 773
Ingreso antes de impuestos	36 819	24 759
Impuesto sobre la renta, Estados Unidos y el extranjero (nota 7)	16 765	11 133
Utilidad neta	$ 20 054	$ 13 626

Notas a los estados financieros

El gasto de impuesto sobre la renta está formado por los siguientes componentes (miles de dólares):

Año 6	Federal EUA	Extranjero	Total
Corriente	$5 147	$11 125	$16 272
Diferido	353	140	493
Total	$5 500	$11 265	$16 765

Año 5	Federal EUA	Extranjero	Total
Corriente	$2 974	$ 8 095	$11 069
Diferido	180	(116)	64
Total	$3 154	$ 7 979	$11 133

El pago diferido del impuesto sobre la renta fue resultado, sobre todo, de usar la depreciación acelerada para propósitos fiscales y la depreciación en línea recta en los estados financieros consolidados. El impuesto sobre la renta, estatal y

(*continúa*)

CASO 11-1
(*conclusión*)

local, por un total aproximado de 750 000 dólares y 698 000 dólares en el año 6 y el año 5, respectivamente, se incluye en otras categorías de gastos. A continuación se presenta una conciliación entre la tasa del impuesto sobre la renta federal de Estados Unidos y la tasa tributaria efectiva para los años 6 y 5:

	Año 6	Año 5
Tasa del impuesto sobre la renta federal de EUA.	48.0%	48.0%
Utilidades de subsidiarias consolidadas gravadas a tasas menores que la del impuesto sobre la renta federal de EUA.	(5.3)	(5.3)
Participación en las utilidades después de impuestos de las compañías filiales	(1.4)	(0.8)
Pérdida no realizada de conversión de divisas extranjeras	5.3	3.6
Otros impuestos estadounidenses sobre los dividendos de subsidiarias y filiales	0.8	1.0
Crédito fiscal para inversión	(1.5)	(0.9)
Varios	(0.4)	(0.6)
Tasa tributaria efectiva	45.5%	45.0%

La siguiente información está disponible en el formulario 10-K de Ferro Corporation:

	Año 6	Año 5
El costo de las ventas incluye (miles de dólares)		
Reparaciones y mantenimiento	$15 000	$20 000
Pérdida en la venta de la división de productos químicos	—	7 000
Los gastos de venta y administrativos incluyen (miles de dólares)		
Publicidad	$ 6 000	$ 7 000
Programa de capacitación de empleados	4 000	5 000

Se requiere:

a) Reformule los estados de resultados de Ferro para los años 5 y 6. Muestre los cálculos.

b) Señale los factores que hacen que el gasto del impuesto sobre la renta difiera de la cifra de 48% del ingreso antes de impuestos. Identifique los factores fortuitos, o inestables.

c) ¿Qué cambios significativos es capaz de identificar en las políticas de operación de Ferro para el año 6? (*Sugerencia:* Limite el análisis a los desembolsos para reparaciones y mantenimiento, publicidad y programas de capacitación de empleados.)

COMPROBACIÓN
Ingreso de operación reformulado
Año 6 = 20 520 dólares;
Año 5 = 17 215 dólares

CASO 11-2
Evaluación de la calidad de las utilidades y de los cambios contables propuestos

Canada Steel, Ltd., produce piezas de acero fundido y fabricaciones de metal para venta a fabricantes de maquinaria pesada de construcción y equipo agrícola. A principio del año 3, el presidente de la compañía envió el siguiente memorándum al vicepresidente de finanzas:

A: Robert Kinkaid, Vicepresidente de finanzas

De: Richard Johnson, Presidente

ASUNTO: Políticas contables y financieras

El ejercicio fiscal 2 fue un año difícil, y es muy probable que la recesión continúe en el año 3. Aunque en toda la industria se resienten los efectos de la recesión, es posible que nosotros estemos afectando innecesariamente nuestro desempeño con políticas empresariales y contables que no son apropiadas. Específicamente:

1. Depreciamos la mayor parte de los activos fijos a lo largo de la vida útil estimada con base en el método de "tonelaje de producción". Los métodos acelerados y las vidas útiles más cortas se usan para propósitos de impuestos. Un cambio al método de depreciación en línea recta para efectos de los informes financieros podría: a) eliminar la obligación diferida del pago de impuestos de nuestro balance general, y b) apalancar las utilidades si la economía repunta.
2. Hace varios años, usted me convenció de cambiar del método de inventario PEPS (FIFO) al método UEPS (LIFO). Puesto que la inflación ha disminuido a una tasa anual de 4%, y la solidez del balance general es importante en nuestro entorno actual, creo que podemos incrementar el capital de los accionistas en aproximadamente 2.0 millones de dólares, el capital de trabajo en 4.0 millones de dólares, y las utilidades del año 3 en 0.5 millones de dólares, si volvemos al método PEPS (FIFO) en el año 3. Este ajuste es real: ganamos estas utilidades en los últimos años y éstas deben reconocerse.
3. Si realizamos el cambio del método de inventario, nuestro programa de recompra de acciones puede continuar. El mismo accionista que nos vendió 50 000 acciones el año pasado a 100 dólares por acción estaría deseoso de vender otras 20 000 acciones al mismo precio. Sin embargo, para obtener financiamiento bancario adicional, debemos mantener la razón actual de circulante en 3:1 o mejorarla. Es prudente disminuir la capitalización si el rendimiento de los activos no es satisfactorio. Asimismo, las tasas de interés son menores (11%, tasa de interés preferente) y podemos ahorrar 60 000 dólares después de impuestos anualmente una vez que reanudemos el pago de dividendos a 3.00 dólares por acción.

Estas medidas afectarían favorablemente nuestras razones de rentabilidad y liquidez, como se muestra en los datos pro forma del estado de resultados y el balance general para el año 3 (millones de dólares):

	Año 1	Año 2	Año 3 Estimado
Ventas netas	$50.6	$42.3	$29.0
Utilidad (pérdida) neta	$ 2.0	$ (5.7)	$ 0.1
Margen neto de utilidad	4.0%	—	0.3%
Dividendos	$ 0.7	$ 0.6	$ 0.0
Rendimiento de activos	7.2%	—	0.4%
Rendimiento del capital	11.3%	—	0.9%
Activo circulante	$17.6	$14.8	$14.5
Pasivo circulante	$ 6.6	$ 4.9	$ 4.5
Deuda a largo plazo	$ 2.0	$ 6.1	$ 8.1
Capital de los accionistas	$17.7	$11.4	$11.5
Acciones en circulación (miles)	226.8	170.5	150.5
Por acción común			
Valor en libros	$78.05	$66.70	$76.41
Intervalo del precio de mercado	$ 42–34	$65–45	$62–55*

* *Año a la fecha.*

Se requiere:

Suponga que usted es Robert Kinkaid, el vicepresidente de finanzas. Evalúe las razones que expone el presidente en cada una de las propuestas. Debe poner usted atención especial en cómo cada decisión contable o empresarial afecta la calidad de las utilidades. Fundamente su respuesta con el análisis de razones.

(Adaptado de CFA)

CASO 11-3
Valuación del capital basándose en la contabilidad

Después de un cuidadoso análisis de los estados financieros, se obtienen estos pronósticos para Colin Technology:

Año	Utilidad neta	Valor inicial en libros
1	$1 034	$5 308
2	1 130	5 292
3	1 218	5 834
4	1 256	6 338
5	$1 278	$6 728
6	1 404	7 266
7	1 546	7 856

El costo del capital de Colin Technology se calcula en 13 por ciento.

Se requiere:

COMPROBACIÓN
a) 7 205 dólares
d) 8 644 dólares

a) Es probable que las utilidades anormales sean de 0 dólares al año después del año 7. Use el modelo de valuación del capital basado en la contabilidad para estimar el valor de Colin a principios del año 1.

b) Determine la razón PB de Colin usando los resultados de *a*). La razón PB real de Colin, con base en el mercado, es de 1.95. ¿Qué concluye de esta comparación de la PB?

c) Determine la razón PE de Colin usando los resultados de *a*). La razón PE real de Colin, con base en el mercado, es de 10. ¿Qué concluye de esta comparación de la PE?

d) Si se espera que las ventas de Colin y el margen de utilidad permanezcan sin cambio después del año 7 con un valor estable en libros de 8 506 dólares, use el modelo de valuación del capital basado en la contabilidad para estimar el valor de Colin a principios del año 1.

CASO 11-4
Valuación de empresas de servicio profesional de tecnología de la información (TI): múltiplos de ingresos

Las empresas de servicios de tecnología de la información (TI) crean tiendas Web que se integran con sistemas de implementación administrativos. Sólo un número pequeño de compañías ofrecen esta integración *e-business* tan completa. La industria continúa creciendo debido a la demanda de los clientes. A diferencia de la valuación tradicional, la de las empresas dentro del sector de servicios de TI se basa en múltiplos de ingresos. A continuación se presentan dos tablas que resumen múltiplos de valuación comparables e indicadores de operación al 22 de noviembre de 2005; uno de los principales bancos de inversión de Wall Street, usando sus propios estimados y datos de compañías, compiló estas tablas.

Múltiplos de valuación

Compañía	Precio al 22/11/05	Acciones (millones)	Valor de mercado	Estimados de ingresos 2005	2006	Crecimiento	Último trimestre Ingresos	Crecimiento	Múltiplo de ingresos 2005	2006
Breakaway Solutions	$ 62.63	23.9	$1 497	25	43	72%	7	38%	59.9	34.8
Rare Medium	31.25	78.0	2 438	50	100	100	5	100	48.8	24.4
Scient	129.38	38.9	5 033	95	222	134	31	88	53.0	22.7
Viant	87.00	26.0	2 262	59	110	86	19	71	38.3	20.6
Proxicom	73.50	29.2	2 146	79	122	54	24	45	27.2	17.6
US Interactive	41.25	22.1	912	34	55	62	10	29	26.8	16.6
Razorfish	73.50	46.5	3 420	148	230	55	41	20	23.1	14.9
AppNet	48.63	31.3	1 522	109	150	38	30	20	14.0	10.1
iXL Enterprises	37.00	64.5	2 388	200	370	85	64	39	11.9	6.5
Modem Media	54.00	11.7	632	71	102	44	21	32	8.9	6.2
Luminant Worldwide	38.38	23.7	909	94	149	58	25	—	9.6	6.1
USWeb/CKS	42.50	89.1	3 787	506	925	83	138	22	7.5	4.1
Promedios seleccionados	—	—	—	—	—	73%	—	46%	27.4	15.4
Medianas seleccionadas	—	—	—	—	—	67%	—	38%	25.0	15.7

Indicadores de operación

Compañía	Margen bruto	Ingresos/Número de personas	Número de personas facturable	Tarifas de facturación	Rotación anual	Promedio de utilización
Breakaway Solutions	52.4%	$214,000	140	$138	20%	73%
Rare Medium	51.0	188,000	327	200	—	70
Scient	53.8	303,000	484	—	12	71
Viant	55.0	324,000	254	—	28	67
Proxicom	48.8	214,000	492	149	17	79
US Interactive	44.2	187,000	212	160	24	68
Razorfish	57.8	197,000	868	153	18	62
AppNet	45.1	175,000	715	115	16	73
iXL Enterprises	44.0	217,000	1,260	152	30	73
Modem Media	44.7	209,000	455	132	8	78
Luminant Worldwide	—	180,000	—	—	24	73
USWeb/CKS	40.0	223,000	3,190	155	21	69
Promedios seleccionados	48.8%	$219,283	—	$150	20%	71%
Medianas seleccionadas	48.8%	$211,500	—	$152	20%	72%

Se requiere:

a) Considerando que el sector de servicios de tecnología de la información aún está en pañales, explique por qué los analistas emplean un modelo de múltiplos de los ingresos para valuar estas compañías. ¿Cómo complementan este modelo los indicadores de operación "no financieros"?

b) ¿Puede explicar por qué la distribución de los múltiplos de los ingresos tiene una variación tan grande? Observe que no hay tanta variación en las tarifas de facturación.

c) La mayoría de los indicadores de operación se basan en el número de personas. Esto puede ser un problema en una industria que disfruta de un ritmo de crecimiento muy acelerado. ¿Puede explicar por qué esto representa un problema? (*Sugerencia:* La utilización promedio es el porcentaje del año de trabajo normal de 2 080 que se factura a los clientes a partir del día en que se contrata al empleado.)

d) Explique por qué los múltiplos de los ingresos del año 2006 son inferiores a los múltiplos comparables de 2005.

e) Con una expansión tan rápida de la industria viene la consolidación mediante las combinaciones de empresas. Poco después de que se compilaron las tablas anteriores, Razorfish completó una fusión con International Integration (I-Cube), otra compañía en el sector de servicios de TI. Razorfish ofreció a los accionistas de I-Cube 0.875 acciones de Razorfish por cada acción de I-Cube. La transacción se valuó a 24.72 dólares por acción, casi 18% por encima de lo que se negociaban las acciones de I-Cube antes del anuncio. En el momento del anuncio de la adquisición, las acciones de I-Cube se negociaban a un múltiplo de precio a ingresos de siete. ¿Cómo evalúa usted el precio que Razorfish pagó por adquirir I-Cube?

CASO EXHAUSTIVO

CE

APLICACIÓN DEL ANÁLISIS DE LOS ESTADOS FINANCIEROS

RETROSPECTIVA

<

Los capítulos 1 y 2 proporcionan una visión general del análisis de los estados financieros utilizando a Dell como ejemplo principal. En los capítulos 3 a 6 se explica el análisis contable de las actividades de financiamiento, inversión y operación, que permite entender cómo funciona una compañía y la situación financiera en que se encuentra. En los capítulos 7 a 11 se hace hincapié en la aplicación e interpretación de las principales herramientas y técnicas de análisis financiero.

EN ESTE CASO DE ESTUDIO

•

Este caso constituye un análisis exhaustivo de los estados financieros y las notas relacionadas. El sujeto central es Campbell Soup Company. Se describen los pasos para analizar los estados financieros, las componentes esenciales del análisis y los atributos esenciales del informe de un análisis. El análisis se sustenta en el uso de muchas de las herramientas y técnicas que se describen a lo largo del libro. Todos los análisis van acompañados de la explicación y la interpretación respectivas.

OBJETIVOS DEL ANÁLISIS

- Describir los pasos para analizar los estados financieros.
- Revisar las componentes esenciales del análisis de los estados financieros.
- Explicar los atributos importantes de los informes del análisis de los estados financieros.
- Describir las implicaciones de la evaluación de empresas en industrias especializadas o con características únicas en el análisis de los estados financieros.
- Analizar de manera completa los estados financieros y las notas acompañantes de Campbell Soup Company.

"Mmmm, mmmm, muy deliciosa", pero, ¿por cuánto tiempo?

Camden, Nueva Jersey. Campbell Soup ha usado varios lemas publicitarios a través de los años, muchos de los cuales son muy conocidos en virtud de las extensas campañas publicitarias de la empresa. El más reciente es: "No basta ser una leyenda". Y ése es el problema. La compañía es el fabricante y comercializador de sopa más grande del mundo, y uno de los principales productores de jugos y bebidas de fruta, salsas, panecillos y productos de repostería. Sin embargo, la industria se desenvuelve en un entorno cada vez más competitivo y de crecimiento lento.

Campbell se ha resistido al cambio y, en consecuencia, ha dejado pasar de largo varias oportunidades. Su dedicación absoluta a la sopa condensada relegó a muchos productos que tenían posibilidad de crecer y les negó los fondos necesarios para investigación y desarrollo, así como para soporte de marketing. En respuesta, la administración de la compañía orquestó varias reestructuraciones, que incluyeron programas para reducir los costos y hacer un uso más eficiente de los activos.

El análisis de una empresa como Campbell Soup debe reconocer que la reducción de los costos y la mejoría en la productividad de los activos, aunque esenciales para lograr un desempeño superior, no produce crecimiento. El crecimiento de una compañía de productos de consumo es el resultado de una presencia fuerte en mercados llenos de vitalidad, adquisiciones generadoras de riqueza y desarrollo creativo de nuevos productos. Todos estos aspectos han estado ausentes de Campbell Soup.

Los precios de las acciones son una función tanto de la rentabilidad como del crecimiento. En consecuencia, hasta que la administración descubra un mercado de crecimiento rentable en el cual invertir el capital de los accionistas, el valor de mercado de Campbell Soup sólo puede aumentar de manera moderada. Este hecho se hace evidente de manera lamentable en el precio de sus acciones (CPB), que sigue ubicado en los niveles de 1996, a pesar de las alzas recientes en el mercado. Además, hasta el año pasado, Campbell Soup había incrementado notablemente su apalancamiento financiero. El mayor riesgo para los acreedores produjo un descenso en la categoría de la deuda de la empresa, que cayó del nivel crediticio más alto de AAA a A. Aunque en términos financieros sigue siendo fuerte, los mercados de crédito reconocen cierto deterioro, ya que la empresa incrementó su deuda durante los programas de reestructuración.

Es responsabilidad del inversionista...

"No basta ser una leyenda" no es sólo una aseveración obvia, sino que también representa una limitación para el éxito futuro de Campbell. La empresa tiene que reinventarse y eso podría significar que se olvidara de su pasado legendario.

En su recomendación de COMPRA, PiperJaffray hace la siguiente conclusión, un tanto optimista: "Elevamos nuestro supuesto del múltiplo de 18.5 veces a 19 veces, lo que refleja mejoras sostenibles en el margen. Al igual que otras empresas de productos envasados con alto nivel de capitalización, estamos buscando un bajo crecimiento orgánico de las ventas, de un solo dígito; un crecimiento medio de las utilidades de operación, de un solo dígito, basado en la expansión de margen y la eficiencia en la operación; y entre 5 y 7% de crecimiento en las EPS, debido a los beneficios de las actividades de reinversión del efectivo. Después de tres años de haberse iniciado el plan de transformación, lo que se observa en CPB sigue siendo alentador. Creemos que la tecnología de mezcla en frío, las tapas fáciles de abrir, las nuevas y prácticas sopas, así como los nuevos sistemas de anaqueles en tiendas minoristas harán crecer la industria estadounidense de las sopas. CPB se centra en la innovación, el fortalecimiento de la marca y en la ejecución de la estrategia de ventas, lo que conducirá a un mayor crecimiento de las ventas y generación de flujos de efectivo". El tiempo dirá si esta predicción resulta acertada.

PRESENTACIÓN PRELIMINAR DEL CASO EXHAUSTIVO

El punto central de esta parte del libro es el análisis exhaustivo de los estados financieros y las notas de Campbell Soup Company. Este libro ha preparado al lector para hacer frente a todos los

Aplicación del análisis de los estados financieros

Preludio al análisis exhaustivo	Caso: Campbell Soup Co.
Pasos para analizar los estados financieros Componentes esenciales del análisis Informe del análisis Especialización en el análisis	Análisis preliminar Liquidez a corto plazo Estructura del capital y solvencia Rendimiento del capital invertido Utilización de activos Rentabilidad Pronósticos y valuación Evaluación e inferencias

aspectos del análisis de los estados financieros. El análisis exhaustivo de este caso brinda la oportunidad de ilustrar y aplicar estas herramientas y técnicas de análisis. Este caso también es una oportunidad para mostrar como se sacan conclusiones e inferencias de un análisis detallado. Se examinan los pasos básicos del análisis, las componentes esenciales y los principales atributos de un informe de análisis profesional. A lo largo de este caso, se hace hincapié en las aplicaciones y las inferencias relacionadas con el análisis de los estados financieros.

PASOS EN EL ANÁLISIS DE LOS ESTADOS FINANCIEROS

Para efectos de consistencia y eficiencia organizativa es útil resumir la tarea que habrá de realizarse en el análisis de los estados financieros. Existen generalizaciones y normas que ayudan a realizar el análisis de los estados financieros. Sin embargo, hay que recordar que el análisis depende de criterios y por tanto debe ser flexible. Esta flexibilidad es necesaria debido a la diversidad de situaciones y circunstancias en la práctica, así como a la necesidad de aplicar con eficacia ideas, experiencia y conocimientos.

El análisis de los estados financieros se orienta a alcanzar objetivos específicos. *El primer paso consiste en definir explícitamente los objetivos del análisis.* La evaluación de los problemas y las inquietudes que resultan en la especificación de los objetivos es parte importante del análisis. Esta evaluación ayuda a comprender los objetivos relevantes y principales. También ayuda a eliminar los objetivos no relacionados y evitar el análisis innecesario. La identificación de los objetivos es importante para un análisis eficaz y eficiente. La eficacia del análisis implica centrarse en los elementos pertinentes y relevantes de los estados financieros. La efectividad en el análisis implica economía de tiempo y esfuerzo (véase el ejemplo CE.1a).

EJEMPLO CE.1A

Suponga que usted es funcionario de crédito de un banco y examina una solicitud de préstamo a corto plazo para financiar inventarios. Un objetivo razonable para usted es *evaluar la intención y capacidad del prestatario de pagar el préstamo de manera oportuna.* Su análisis se concentra en qué información es necesaria para evaluar la intención y capacidad del prestatario. No es necesario prestar atención a cuestiones ajenas a este objetivo, como las condiciones de la industria que afectarán el desempeño del prestatario a largo plazo.

El segundo paso del análisis consiste en formular preguntas específicas y criterios congruentes con los objetivos del análisis. Las respuestas a estas preguntas deben ser tanto apropiadas para alcanzar los objetivos del análisis como confiables para tomar decisiones empresariales. Los criterios para las respuestas deben ser congruentes con las necesidades de riesgo y rendimiento (véase el ejemplo CE.1b).

EJEMPLO CE.1B

En su carácter de funcionario bancario de crédito, necesita especificar preguntas y criterios adecuados para tomar la decisión relativa al préstamo mencionado en el ejemplo CE.1a. Los criterios referentes al prestatario incluyen:

- Disposición a pagar el préstamo a corto plazo.
- Capacidad de pagar el préstamo a corto plazo (liquidez).
- Identificación de los orígenes y usos futuros del efectivo durante el plazo del préstamo.

La respuesta a las preguntas del análisis y la definición de los criterios dependen de una variedad de fuentes de información, que incluyen las relacionadas con el carácter del prestatario. El análisis de los estados financieros puede responder muchas de estas preguntas, pero no todas. Otras herramientas distintas del análisis de los estados financieros (como el análisis de la estrategia) deben usarse para responder algunas de estas preguntas.

El tercer paso del análisis consiste en identificar las herramientas de análisis más eficaces y eficientes. Estas herramientas tienen que ser las adecuadas para responder las preguntas planteadas y los criterios establecidos, y deben ser convenientes para la decisión empresarial de que se trate. Estas herramientas incluyen muchos de los procedimientos y técnicas que se explican a lo largo del libro (véase el ejemplo CE.1c).

EJEMPLO CE.1C

Su función como funcionario de crédito exige tomar decisiones relativas a qué herramientas de análisis de los estados financieros se usarán en la solicitud de préstamo a corto plazo del ejemplo CE.1a. Probablemente usted seleccionará una o más de las siguientes herramientas de análisis:

- Mediciones de la liquidez a corto plazo.
- Mediciones de la rotación de inventarios.
- Pronósticos de los flujos de efectivo y las utilidades.
- Análisis pro forma.

Muchas de estas herramientas de análisis incluyen estimados y proyecciones de las condiciones futuras. Esta orientación hacia el futuro es la característica común de todas las herramientas de análisis.

El cuarto paso del análisis es interpretar los datos. La interpretación de los datos y las mediciones financieras es la base de la decisión y las acciones siguientes. Este paso del análisis es crucial y difícil, y exige aplicar todas las habilidades y conocimiento de los factores empresariales y no empresariales. Es un paso que exige estudio y evaluación. Requiere representar la realidad y el entorno de la empresa que se hallan detrás de las cifras. No hay sustituto mecánico de este paso. Con todo, la calidad de la interpretación depende de la identificación correcta de los objetivos del análisis, la definición de las preguntas y los criterios de decisión de éstas, así como la selección de herramientas de análisis eficientes y eficaces (véase el ejemplo CE.1d).

EJEMPLO CE.1D

Su decisión de crédito exige que integre y evalúe los datos, y que después los interprete para efectos de llegar a la decisión sobre si debe otorgar o no el préstamo. También puede incluir varios parámetros del préstamo: monto, tasa de interés, plazo, calendario de pagos y restricciones crediticias. También requiere un análisis de la estrategia empresarial del cliente y una evaluación del entorno en que se desenvuelve.

Este paso es parecido a los requisitos de competencia de varias profesiones. Por ejemplo, el pronóstico del tiempo atmosférico ofrece una abundancia de datos analíticos que requieren interpretación. La mayoría de nosotros frente a la información meteorológica no podríamos interpretar de manera confiable la presión barométrica, la humedad relativa, o la velocidad del viento. Sólo necesitamos saber el pronóstico del tiempo que resulta de la interpretación profesional de los datos meteorológicos. Existen ejemplos parecidos en las áreas de medicina, derecho, ingeniería, biología y genética.

El análisis y la interpretación de los estados financieros tiene que tener presente que los datos representan una realidad más rica. El análisis de los datos financieros resulta en mayores niveles de abstracción. A manera de ejemplo, ningún mapa o imagen de las Montañas Rocallosas transmite su magnificencia. Es preciso visitar esas montañas para apreciarlas plenamente porque los mapas o imágenes, al igual que los estados financieros, son abstracciones. Por eso, a menudo resulta ventajoso ir más allá de los estados financieros y "visitar" las compañías, esto es, usar sus

productos, comprar sus servicios, visitar las tiendas, hablar con los clientes y sumergirse en las actividades comerciales de la compañía. La realidad estática representada por las abstracciones en los estados financieros no es natural. La realidad es dinámica y está en constante evolución. En el análisis, es necesario reconocer las limitaciones de los estados financieros. Esto no les resta importancia. Los estados financieros son el medio por el cual la realidad financiera de una empresa se reduce a un común denominador. Este común denominador es cuantificable, puede evaluarse estadísticamente y es susceptible de pronosticarse.

COMPONENTES ESENCIALES DEL ANÁLISIS DE LOS ESTADOS FINANCIEROS

El análisis de los estados financieros se centra en uno o más elementos de la situación financiera o los resultados de operación de una compañía. El análisis destaca seis áreas de investigación, con distintos grados de importancia. Estas seis áreas de investigación se describen e ilustran a lo largo del libro, y se les considera como las "componentes esenciales" del análisis de los estados financieros.

1. **Liquidez a corto plazo.** Capacidad para cumplir las obligaciones a corto plazo.
2. **Estructura del capital y solvencia.** Capacidad de generar ingresos futuros y cumplir las obligaciones a largo plazo.
3. **Rendimiento del capital invertido.** Capacidad de ofrecer recompensas financieras adecuadas para atraer y conservar el financiamiento.
4. **Rotación de activos.** Intensidad de los activos para generar ingresos y alcanzar un nivel de rentabilidad adecuado.
5. **Rendimiento de operación y rentabilidad.** Lograr maximizar los ingresos y reducir al mínimo los gastos de las actividades de operación a largo plazo.
6. **Pronósticos y valuación.** Proyección del rendimiento de operación, capacidad para generar flujos de efectivo suficientes para financiar las necesidades de inversión, y valuación.

La utilización de los componentes esenciales del análisis de los estados financieros implica determinar:

- Los objetivos del análisis.
- La importancia relativa de cada unidad estructural básica.

Para ilustrar, un inversionista en acciones, cuando evalúa el mérito de la inversión en acciones comunes, a menudo presta atención especial a los análisis basados en las utilidades y los rendimientos. Esto supone la evaluación del rendimiento de operación y el rendimiento del capital invertido. Un análisis minucioso requiere que el inversionista en acciones evalúe otros componentes esenciales, aunque quizá con menos intensidad. La atención a estas otras áreas es necesaria para evaluar la exposición al riesgo. Por lo general, esto implica realizar el análisis de liquidez, solvencia y financiamiento. El análisis más detallado puede revelar riesgos importantes que superan la capacidad de generar utilidades y producen cambios importantes en el análisis de los estados financieros de una compañía.

Estos seis componentes esenciales se distinguen para destacar aspectos importantes de la situación financiera y el desempeño de una compañía. Con todo, hay que recordar que estas áreas de análisis están interrelacionadas. Por ejemplo, el rendimiento de operación de una compañía es afectado por la disponibilidad del financiamiento y las condiciones de la liquidez a corto plazo. De igual modo, la posición crediticia de una empresa no se limita a un nivel satisfactorio de liquidez a corto plazo, sino que también depende del rendimiento de operación y la rotación de activos. Al principio del análisis, es necesario determinar tentativamente la importancia relativa de cada unidad estructural y el orden del análisis. El orden de importancia y el orden del análisis cambian posteriormente a causa de la información recopilada, de los cambios en el entorno empresarial, o de ambos.

INFORME DEL ANÁLISIS DE LOS ESTADOS FINANCIEROS

El fundamento de un análisis confiable es la comprensión de los objetivos. Esta comprensión resulta en eficiencia del esfuerzo, eficacia en la aplicación y relevancia en la atención. La mayoría de los análisis enfrentan el problema de la disponibilidad de la información. Es necesario tomar decisiones basándose en información incompleta o inadecuada. Una de las metas del análisis de los estados financieros es reducir la incertidumbre mediante una evaluación rigurosa y sólida. El **informe del análisis de los estados financieros** ayuda en cada uno de estos puntos porque toma en cuenta a todas los componentes esenciales del análisis. Contribuye a identificar las debilidades de las inferencias porque exige explicaciones y obliga a organizar el razonamiento y verificar el flujo y la lógica del análisis. El informe también sirve como medio de comunicación con los lectores. El proceso de redacción refuerza los juicios y viceversa, y ayuda a pulir las inferencias hechas a partir de los datos relacionados con componentes esenciales que son cruciales.

Un buen informe separa las interpretaciones y las conclusiones del análisis de la información en que se basan. Esta separación permite a los lectores visualizar el proceso y la lógica del análisis. También permite al lector sacar conclusiones personales y realizar modificaciones, según corresponda. Un buen informe de análisis de ordinario contiene por lo menos seis secciones dedicadas a:

1. **Resumen ejecutivo.** Resumen breve centrado en los resultados importantes del análisis; inicia el informe del análisis.
2. **Visión general del análisis.** Antecedentes de la empresa, la industria y el entorno económico.
3. **Datos probatorios.** Estados financieros e información utilizados en el análisis. Esto incluye razones, tendencias, estadísticas y todas las mediciones analíticas reunidas.
4. **Supuestos.** Identificación de supuestos importantes relacionados con la industria y el entorno económico de la empresa, así como otros supuestos importantes para elaborar estimaciones y pronósticos, incluida la estrategia empresarial.
5. **Factores cruciales.** Lista de factores importantes, favorables y desfavorables, tanto cualitativos como cuantitativos, que influyen en el desempeño de la compañía; por lo general se presentan por área de análisis.
6. **Inferencias.** Incluyen pronósticos, estimados, interpretaciones y conclusiones basados en todas las secciones anteriores del informe.

Debe recordarse que el usuario define la *importancia*. El informe de análisis debe incluir un índice breve para ayudar a los lectores a dirigirse a las áreas más apropiadas para sus decisiones. Todo lo que no sea relevante debe eliminarse. Por ejemplo, los pormenores de los inicios de una compañía que tiene décadas de antigüedad y los detalles de errores menores en el análisis carecen de importancia. Las ambigüedades y salvedades para eludir responsabilidad o defender las inferencias también deben eliminarse. Por último, la redacción es importante. Las faltas gramaticales y los errores de hecho comprometen la verosimilitud del análisis.

ESPECIALIZACIÓN EN EL ANÁLISIS DE LOS ESTADOS FINANCIEROS

Por lo general, el análisis de los estados financieros se considera desde la perspectiva de una compañía "típica". Sin embargo, es preciso reconocer la existencia de varios factores distintos (como la singularidad de los métodos de contabilidad y los entornos económicos). Estos factores surgen de varias influencias que incluyen condiciones especiales de la industria, reglamentaciones gubernamentales, cuestiones sociales y visibilidad política. El análisis de los estados financieros de estas compañías requiere entender las peculiaridades contables de éstas. A fin de prepararse para

esto, es necesario aprender las áreas especializadas de contabilidad que guardan relación con la compañía analizada. Por ejemplo, el análisis de una compañía de petróleo y gas natural requiere el conocimiento de los conceptos contables propios de dicha industria, entre otros, cómo se determinan los centros de costos, los costos previos a los descubrimientos, los costos de descubrimiento, y la eliminación de costos capitalizados. Además, el análisis de una compañía de petróleo y gas enfrentaría problemas especiales en el análisis de los gastos de exploración, desarrollo y otros relacionados, así como en las prácticas de amortización y agotamiento. Otro ejemplo es la contabilidad de seguros. Este análisis exige conocimiento de la industria y de la normatividad que la rige. Surgen dificultades para entender el reconocimiento de los ingresos por primas, la contabilidad de los costos de adquisición de nuevos negocios, y la determinación de reservas en las pólizas. Otro ejemplo es el de los servicios públicos. Las leyes producen conceptos de contabilidad especializados que presentan problemas para el análisis. Hay cuestiones relacionadas con la suficiencia de las provisiones para depreciación, y problemas relativos a la "tarifa base" de la empresa de servicios públicos y el método utilizado para determinarla. Como ocurre en cualquier otra profesión, las áreas especializadas de investigación exigen conocimientos especializados. El análisis de los estados financieros no es ninguna excepción.

CASO EXHAUSTIVO: CAMPBELL SOUP COMPANY

Muchos de los principales componentes del análisis de los estados financieros se explican usando información y datos provenientes de Campbell Soup Company.

Análisis financiero preliminar

Campbell Soup Company es una de las empresas de alimentos más grandes del mundo que se centra en alimentos preparados para consumo humano. Las operaciones de la compañía se organizan dentro de tres divisiones: Campbell North America, Campbell Biscuit and Bakery y Campbell International. Dentro de cada división hay grupos y unidades de negocios. Los principales grupos dentro de la división Campbell North America son sopas, comidas instantáneas, abarrotes, condimentos y operaciones canadienses.

Los productos de la compañía son sobre todo para uso doméstico, pero también se fabrican varios productos para restaurantes, máquinas expendedoras e instituciones. La compañía distribuye sus productos mediante las ventas directas a clientes. Éstos incluyen cadenas de tiendas, mayoristas, distribuidores (con bodegas centrales), clientes institucionales e industriales, tiendas de conveniencia, tiendas de clubes, y organismos gubernamentales. En Estados Unidos, las actividades de requisición de ventas las realizan subsidiarias, corredores independientes y distribuidores por contrato. Ninguna de las partes principales de las líneas de negocios de Campbell depende de un solo cliente. Los envíos se realizan con prontitud después de recibir y aceptar los pedidos, como lo refleja el hecho que no existe un retraso importante de pedidos sin surtir.

Análisis de venta por origen

Las ventas de Campbell por división, del año 6 al año 11, se muestran en la figura CE.1. Las divisiones North America e International son las que aportan la mayor parte de las ventas y representaron 68.7% y 19.7%, respectivamente, en el año 11.

La sopa es la principal línea de negocios de Campbell U.S., que capta alrededor de 60% de todo el mercado de las sopas. Lo anterior incluye sopas secas, fideos ramen y sopas para prepararse en horno de microondas. Otras marcas de Campbell Soup incluyen sopas listas para servirse: Home Cooking, Chunky y Healthy Request. Una parte importante de la línea de negocios de sopa es el caldo de pollo enlatado Swanson. Los estadounidenses compran más de 2 500 millones de latas de sopas Campbell cada año, y en promedio tienen nueve latas en sus alacenas en cualquier época del año.

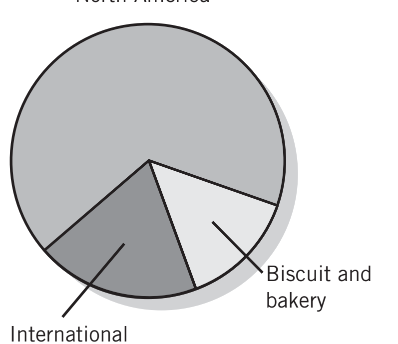
Figura CE.1

CAMPBELL SOUP COMPANY

Contribución de las ventas y porcentaje de ventas por división

(MILLONES DE DÓLARES)	Año 11	Año 10	Año 9	Año 8	Año 7	Año 6
Contribución de las ventas						
Campbell North America						
Campbell USA	$3 911.8	$3 932.7	$3 666.9	$3 094.1	$2 881.4	$2 910.1
Campbell Canada	352.0	384.0	313.4	313.1	312.8	255.1
	4 263.8	4 316.7	3 980.3	3 407.2	3 194.2	3 165.2
Campbell Biscuit and Bakery						
Pepperidge Farm	569.0	582.0	548.4	495.0	458.5	420.1
International Biscuit	219.4	195.3	178.0	—	—	—
	788.4	777.3	726.4	495.0	458.5	420.1
Campbell International	1 222.9	1 189.8	1 030.3	1 036.5	897.8	766.2
Interdivisión	(71.0)	(78.0)	(64.9)	(69.8)	(60.1)	(64.7)
Total de ventas	$6 204.1	$6 205.8	$5 672.1	$4 868.9	$4 490.4	$4 286.8
Porcentaje de ventas						
Campbell North America						
Campbell USA	63.0%	63.4%	64.7%	63.5%	64.2%	67.9%
Campbell Canada	5.7	6.2	5.5	6.4	6.9	5.9
	68.7	69.6	70.2	69.9	71.1	73.8
Campbell Biscuit and Bakery						
Pepperidge Farm	9.2	9.4	9.7	10.2	10.2	9.8
International Biscuit	3.5	3.1	3.1	—	—	—
	12.7	12.5	12.8	10.2	10.2	9.8
Campbell International	19.7	19.2	18.2	21.3	20.0	17.9
Interdivisión	(1.1)	(1.3)	(1.2)	(1.4)	(1.3)	(1.5)
Total de ventas	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

Ventas de Campbell por división



El año fiscal 11 es un año de transición exitoso para Campbell. Concluyó desinversiones importantes y llevó a cabo proyectos importantes de reestructuración y reorganización. Las metas corporativas relativas a las utilidades, rendimientos y flujos de efectivo se están alcanzando. Las divisiones North America e International produjeron resultados de utilidades sólidas. La compañía inicia el año 12 con una cartera de productos reconfigurada, posicionada para sustentar un desempeño financiero continuo y sólido. Este desempeño brinda a Campbell la oportunidad de aumentar la publicidad entre los consumidores y promover la introducción de nuevas líneas de productos, así como continuar el soporte de los productos principales.

Estados financieros comparativos

Los estados financieros comparativos de Campbell para los años 6 a 11 se presentan en las figuras CE.2, CE.3 y CE.4 (los estados financieros y la información relacionada de Campbell Soup se presenta en el apéndice A). Las opiniones del auditor sobre los estados financieros de los últimos seis años no tienen salvedades.

Figura CE.2

CAMPBELL SOUP COMPANY
Estados de resultados
Para los años 6 a 11

(MILLONES DE DÓLARES, SALVO LOS DATOS POR ACCIÓN)	Año 11	Año 10	Año 9	Año 8	Año 7	Año 6
Ventas netas	$6 204.1	$6 205.8	$5 672.1	$4 868.9	$4 490.4	$4 286.8
Costos y gastos						
Costo de los productos vendidos	4 095.5	4 258.2	4 001.6	3 392.8	3 180.5	3 082.7
Gastos de marketing y venta	956.2	980.5	818.8	733.3	626.2	544.4
Gastos administrativos	306.7	290.7	252.1	232.6	213.9	195.9
Gastos de investigación y desarrollo	56.3	53.7	47.7	46.9	44.8	42.2
Gasto por intereses	116.2	111.6	94.1	53.9	51.7	56.0
Ingreso por intereses	(26.0)	(17.6)	(38.3)	(33.2)	(29.5)	(27.4)
Pérdidas en el tipo cambiario, neto	0.8	3.3	19.3	16.6	4.8	0.7
Otros gastos (ingresos)	26.2	14.7	32.4	(3.2)	(9.5)	5.5
Desinversiones, reestructuraciones y cargos inusuales	0.0	339.1	343.0	40.6	0.0	0.0
Total de costos y gastos	5 531.9	6 034.2	5 570.7	4 480.3	4 082.9	3 900.0
Utilidades antes de participación en la utilidades de filiales e intereses minoritarios	672.2	171.6	101.4	388.6	407.5	386.8
Participación en las utilidades de filiales	2.4	13.5	10.4	6.3	15.1	4.3
Intereses minoritarios	(7.2)	(5.7)	(5.3)	(6.3)	(4.7)	(3.9)
Utilidades antes de impuestos	667.4	179.4	106.5	388.6	417.9	387.2
Impuestos sobre utilidades	265.9	175.0	93.4	147.0	170.6	164.0
Utilidades antes del efecto acumulado del cambio de contabilidad	401.5	4.4	13.1	241.6	247.3	223.2
Efecto acumulado del cambio de contabilidad para el Impuesto sobre las utilidades	0	0	0	32.5	0	0
Utilidades netas	$ 401.5	$ 4.4	$ 13.1	$ 274.1	$ 247.3	$ 223.2
Utilidades por acción	$3.16	$0.03	$0.10	$2.12*	$1.90	$1.72
Promedio ponderado de acciones en circulación	127.00	126.60	129.30	129.30	129.90	129.50

*Incluye un efecto acumulado del cambio de contabilidad de 0.25 dólar para Impuesto sobre las utilidades.

Figura CE.3

CAMPBELL SOUP COMPANY
Balances generales
A finales del año 6 al año 11

(Millones de dólares)	Año 11	Año 10	Año 9	Año 8	Año 7	Año 6
Activos						
Activo circulante						
Efectivo y equivalentes de efectivo	178.90 dls.	80.70 dls.	120.90 dls.	85.80 dls.	145.00 dls.	155.10 dls.
Otras inversiones temporales	12.80	22.50	26.20	35.00	280.30	238.70
Cuentas por cobrar	527.40	624.50	538.00	486.90	338.90	299.00
Inventarios	706.70	819.80	816.00	664.70	623.60	610.50
Gastos prepagados	92.70	118.00	100.40	90.50	50.10	31.50
Total del activo circulante	1 518.50	1 665.50	1 601.50	1 362.90	1 437.90	1 334.80
Activos de planta, neto, después de depreciación	1 790.40	1 717.70	1 540.60	1 508.90	1 349.00	1 168.10
Activos intangibles, neto, después de amortización	435.50	383.40	466.90	496.60	—	—
Otros activos	404.60	349.00	323.10	241.20	310.50	259.90
Total del activo	4 149.00 dls.	4 115.60 dls.	3 932.10 dls.	3 609.60 dls.	3 097.40 dls.	2 762.80 dls.
Pasivo y capital contable						
Pasivo de corto plazo						
Documentos por pagar	282.20 dls.	202.30 dls.	271.50 dls.	138.00 dls.	93.50 dls.	88.90 dls.
Cuentas por pagar a proveedores y otros	482.40	525.20	508.20	446.70	374.80	321.70
Pasivos acumulados	408.70	491.90	392.60	236.90	182.10	165.90
Dividendos por pagar	37.00	32.30	29.70	—	—	—
Impuesto sobre las utilidades acumulado	67.70	46.40	30.10	41.70	43.40	49.60
Total del pasivo a corto plazo	1 278.00	1 298.10	1 232.10	863.30	693.80	626.10
Deuda a largo plazo	772.60	805.80	629.20	525.80	380.20	362.30
Otros pasivos, sobre todo Impuesto sobre las utilidades diferido	305.00	319.90	292.50	325.50	287.30	235.50
Capital de los accionistas						
Acciones preferentes; 40 000 000 de acciones autorizadas; ninguna emitida	—	—	—	—	—	—
Acciones de capital, valor a la par 0.15 dólares, 140 000 000 de acciones autorizadas; 135 622 676 acciones emitidas	20.30	20.30	20.30	20.30	20.30	20.30
Superávit de capital	107.30	61.90	50.80	42.30	41.10	38.10
Utilidades retenidas en la empresa	1 912.60	1 653.30	1 775.80	1 879.10	1 709.60	1 554.00
Acciones de capital en tesorería, al costo	(270.40)	(107.20)	(70.70)	(75.20)	(46.80)	(48.40)
Ajustes acumulados de conversión	23.60	63.50	2.10	28.50	11.90	(25.10)
Total del capital de los accionistas	1 793.40	1 691.80	1 778.30	1 895.00	1 736.10	1 538.90
Total del pasivo y capital de los accionistas	$4 149.00	$4 115.60	$3 932.10	$3 609.60	$3 097.40	$2 762.80

Análisis adicional de los estados financieros

Los índices de crecimiento de mediciones financieras importantes, compuestas anualmente, se presentan en la figura CE.5. Estos índices se calculan usando cuatro periodos diferentes y se basan en datos por acción (véase la figura CE.9). Lo más impresionante es el crecimiento de la utilidad neta por acción en los últimos cinco años (12.93%). El crecimiento en las ventas por acción en el mismo periodo de cinco años tiene un índice menor que el de la utilidad neta. El crecimiento del capital por acción en el periodo de los últimos cinco años disminuyó en comparación con el periodo de diez años. Este resultado, que incluye los dos índices de crecimiento negativos en la figura, se debe a las desinversiones y reestructuraciones de los años 9 y 10. Del mismo modo, en

Figura CE.4

CAMPBELL SOUP COMPANY
Estados de flujos de efectivo
Para los años 6 a 11

(Millones de dólares)	Año 11	Año 10	Año 9	Año 8	Año 7	Año 6	Total
Flujos de efectivo de actividades de operación							
Utilidades netas	401.5 dls.	4.4 dls.	13.1 dls.	274.1 dls.	247.3 dls.	223.2 dls.	1 163.6 dls.
Para conciliar las utilidades netas con el efectivo neto proveniente de actividades de operación:							
Depreciación y amortización	208.6	200.9	192.3	170.9	144.6	126.8	1 044.1
Desinversiones y reestructuraciones	—	339.1	343.0	17.6	—	—	699.7
Impuestos diferidos	35.5	3.9	(67.8)	13.4	45.7	29.0	59.7
Otros, neto	63.2	18.6	37.3	43.0	28.0	16.6	206.7
Efecto acumulado del cambio de contabilidad	—	—	—	(32.5)	—	—	(32.5)
(Aumento) disminución en cuentas por cobrar	17.1	(60.4)	(46.8)	(104.3)	(36.3)	(3.6)	(234.3)
(Aumento) disminución en inventarios	48.7	10.7	(113.2)	54.2	(3.9)	23.1	19.6
Cambio neto en otros activos y pasivos circulantes	30.6	(68.8)	(0.6)	30.2	42.9	48.7	83.0
Efectivo neto de actividades de operación	805.2	448.4	357.3	466.6	468.3	463.8	3 009.6
Flujos de efectivo de actividades de inversión							
Compra de activos de planta	(361.1)	(387.6)	(284.1)	(245.3)	(303.7)	(235.3)	(1,817.1)
Venta de activos de planta	43.2	34.9	39.8	22.6	—	29.8	170.3
Empresas adquiridas	(180.1)	(41.6)	(135.8)	(471.9)	(7.3)	(20.0)	(856.7)
Venta de empresas	67.4	21.7	4.9	23.5	20.8	—	138.3
Aumento en otros activos	(57.8)	(18.6)	(107.0)	(40.3)	(50.1)	(18.0)	(291.8)
Cambio neto en otras inversiones temporales	9.7	3.7	9.0	249.2	(60.7)	(144.1)	66.8
Efectivo neto usado en actividades de inversión	(478.7)	(387.5)	(473.2)	(462.2)	(401.0)	(387.6)	(2 590.2)
Flujos de efectivo de actividades de financiamiento							
Préstamos a largo plazo	402.8	12.6	126.5	103.0	4.8	203.9	853.6
Pago de préstamos a largo plazo	(129.9)	(22.5)	(53.6)	(22.9)	(23.9)	(164.7)	(417.5)
Aumento (disminución) en préstamos a corto plazo*	(137.9)	(2.7)	108.2	8.4	(20.7)	4.6	(40.1)
Otros préstamos a corto plazo	117.3	153.7	227.1	77.0	89.3	72.9	737.3
Pago de otros préstamos a corto plazo	(206.4)	(89.8)	(192.3)	(87.6)	(66.3)	(88.5)	(730.9)
Dividendos pagados	(137.5)	(124.3)	(86.7)	(104.6)	(91.7)	(104.6)	(649.4)
Compra de acciones en tesorería	(175.6)	(41.1)	(8.1)	(29.3)	—	—	(254.1)
Acciones en tesorería emitidas	47.7	12.4	18.5	0.9	1.6	4.0†	85.1
Otros, neto	(0.1)	(0.1)	23.5	2.3	18.6	17.9	62.1
Efectivo neto de (usado en) actividades de financiamiento.	(219.6)	(101.8)	163.1	(52.8)	(88.3)	(54.5)	(353.9)
Efecto de la modificación del tipo de cambio en el efectivo	(8.7)	0.7	(12.1)	(10.8)	(7.1)	(3.7)	(41.7)
Incremento (decremento) neto en efectivo y equivalentes de efectivo	$ 98.2	$ (40.2)	$ 35.1	$ (59.2)	$ (28.1)	$ 18.0	$ 23.8
Efectivo y equivalentes de efectivo a principios de año	80.7	120.9	85.8	145.0	173.1	155.1	155.1
Efectivo y equivalentes de efectivo a fin de año	$ 178.9	$ 80.7	$ 120.9	$ 85.8	$ 145.0	$ 173.1	$ 178.9

* Con vencimiento de menos de tres meses.
† Se emitieron acciones de 2.8 dólares para un agrupamiento de intereses.

Figura CE.5

CAMPBELL SOUP COMPANY

Tasas de crecimiento a cinco años*

Por acción	Años 6 a 11	[Promedio de los años 6 a 8] a [Promedio de los años 9 a 11]
Ventas	8.09%	5.95%
Utilidad neta.........	12.93	−10.53
Dividendos..........	11.50	6.69
Capital	3.55	0.53

Tasas de crecimiento a diez años*

Por acción	Años 1 a 11	[Promedio de los años 1 a 3] a [Promedio de los años 9 a 11]
Ventas	8.51%	7.22%
Utilidad neta.........	12.19	−0.44
Dividendos..........	8.18	6.62
Capital	6.22	5.13

* **Las tasas de crecimiento (compuestas anualmente) se calculan usando el método de interés compuesto (donde* n = *periodo de composición, y* r = *tasa de crecimiento):*

$$\text{Valor futuro (VF)} = \text{Valor presente (PV)} \times \left(1 + \frac{r}{100}\right)^n$$

Por ejemplo, las ventas netas por acción durante los años 6 a 11 crecieron a una tasa de:

$$FV = PV\left(1 + \frac{r}{100}\right) \Leftrightarrow \$48.85 = \$33.10\left(1 + \frac{r}{100}\right)^5$$

$$r = 8.09\%$$

las figuras CE.6 y CE.7 se calculan los estados de resultados y balances generales porcentuales. La figura CE.8 presenta los índices de las tendencias de cuentas selectas de Campbell Soup. La figura CE.9 muestra los resultados por acción de Campbell Soup.

El análisis de la figura CE.4 revela que los flujos de efectivo de operación son una fuente constante y creciente de efectivo, con un incremento considerable en los flujos netos de efectivo de operación del año 11 (805 millones de dólares). La leve disminución del efectivo en el año 9 se debe sobre todo a un incremento en los inventarios (113 millones de dólares) y un decremento (negativo) en los impuestos diferidos (68 millones de dólares). El aumento en los inventarios está ligado al deseo de la gerencia de mejorar el servicio a los clientes, y el decremento en los impuestos diferidos se relaciona con la reestructuración y los cargos inusuales que no son deducibles de impuestos, lo que resulta en 78 millones de dólares de crédito para gastos de impuestos, pero obligaciones más altas de pago corriente de impuestos.



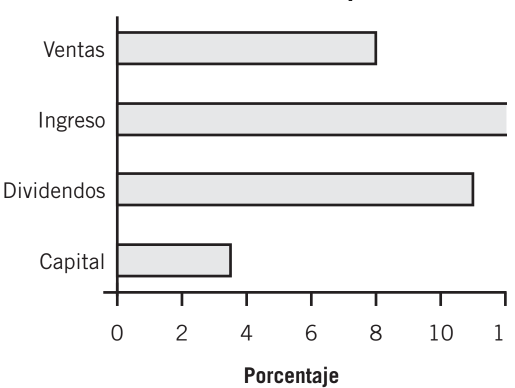
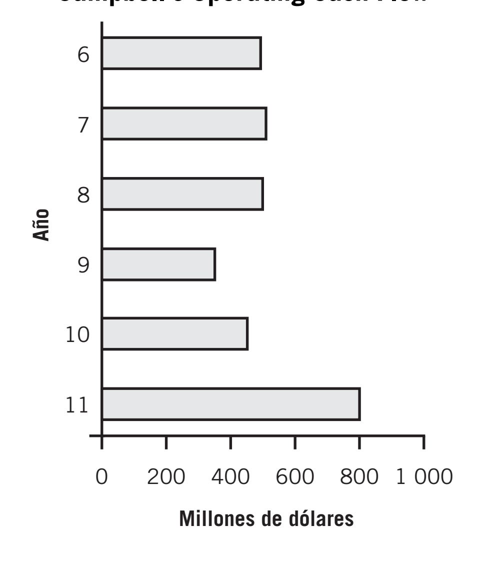


Figura CE.6

CAMPBELL SOUP COMPANY
Estados de resultados porcentuales
Para los años 6 a 11

	Año 11	Año 10	Año 9	Año 8	Año 7	Año 6
Ventas netas	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
Costos y gastos						
Costo de los productos vendidos	66.01%	68.62%	70.55%	69.68%	70.83%	71.91%
Gastos de marketing y venta	15.41	15.80	14.44	15.06	13.95	12.70
Gastos administrativos	4.94	4.68	4.44	4.78	4.76	4.57
Gastos de investigación y desarrollo	0.91	0.87	0.84	0.96	1.00	0.98
Gasto por intereses	1.87	1.80	1.66	1.11	1.15	1.31
Ingreso por intereses	(0.42)	(0.28)	(0.68)	(0.68)	(0.66)	(0.64)
Pérdidas en el tipo cambiario, neto	0.01	0.05	0.34	0.34	0.11	0.02
Otros gastos (ingresos)	0.42	0.24	0.57	(0.07)	(0.21)	0.13
Desinversiones, reestructuraciones y cargos inusuales	—	5.46	6.05	0.83	—	—
Total de costos y gastos	89.17%	97.23%	98.21%	92.02%	90.93%	90.98%
Utilidades antes de participación en las utilidades de filiales e intereses minoritarios	10.83%	2.77%	1.79%	7.98%	9.07%	9.02%
Participación en las utilidades de filiales	0.04	0.22	0.18	0.13	0.34	0.10
Intereses minoritarios	(0.12)	(0.09)	(0.09)	(0.13)	(0.10)	(0.09)
Utilidades antes de impuestos	10.76%	2.89%	1.88%	7.98%	9.31%	9.03%
Impuestos sobre utilidades	4.29	2.82	1.65	3.02	3.80	3.83
Utilidades antes del efecto acumulado del cambio de contabilidad	6.47%	0.07%	0.23%	4.96%	5.51%	5.21%
Efecto acumulado del cambio de contabilidad para el Impuesto sobre las utilidades	—	—	—	0.67	—	—
Utilidades netas	6.47%	0.07%	0.23%	5.63%	5.51%	5.21%



También se observa que las bajas en la utilidad neta de los años 9 y 10 no se reflejan en los flujos de efectivo de operación. Esto se debe a que dichas bajas proceden de cargos de reestructuración y desinversión que no tienen efectos inmediatos en el flujo de efectivo.

Los estados porcentuales de los flujos de efectivo de Campbell para los seis años que terminaron en el año 11 se muestran en la figura CE.10. Esta figura revela varias pautas en los flujos de efectivo de la compañía en estos seis años. Las fluctuaciones transitorias del efectivo, como las que se deben al uso intensivo de efectivo para actividades de inversión en el año 7 (62%), se ponen en perspectiva al incluir cifras agregadas en la columna del total. Los flujos totales de efectivo de operación constituyen más de la mitad de todas las entradas de efectivo. Este resultado, junto con la información que las actividades de financiamiento (que usan 7% de las entradas de efectivo) son mayoritariamente de refinanciamiento, es signo de la solidez financiera y las prácticas de financiamiento de Campbell. La columna del total revela que el efectivo utilizado para adquirir activos y empresas consume casi 50% de las entradas de efectivo, y aproximadamente 12% de las entradas de efectivo se usan para pagar dividendos.

Figura CE.7

CAMPBELL SOUP COMPANY
Balances generales porcentuales
A finales del año 6 al año 11

	Año 11	Año 10	Año 9	Año 8	Año 7	Año 6	Compuesto de la industria en el año 11**
Activo circulante							
Efectivo y equivalentes de efectivo	4.31%	1.96%	3.07%	2.38%	4.69%	5.61%	3.4%
Otras inversiones temporales	0.31	0.55	0.67	0.97	9.05	8.64	
Cuentas por cobrar	12.71	15.17	13.68	13.49	10.94	10.82	16.5
Inventarios	17.03	19.92	20.75	18.41	20.13	22.10	38.6
Gastos prepagados	2.23	2.87	2.55	2.51	1.62	1.14	2.2
Total del activo circulante	36.60%	40.47%	40.73%	37.76%	46.43%	48.31%	60.7%
Activos de planta, neto, después de depreciación	43.15	41.74	39.18	41.80	43.55	42.28	21.0
Activos intangibles, neto, después de amortización	10.50	9.32	11.87	13.76	—	—	
Otros activos	9.75	8.48	8.22	6.68	10.02	9.41	18.3
Total del activo	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.0%
Pasivo circulante							
Documentos por pagar	6.80%	4.92%	6.90%	3.82%	3.02%	3.22%	6.7%
Cuentas por pagar a proveedores y otros	11.63	12.76	12.92	12.38	12.10	11.64	10.2
Pasivos acumulados	9.85	11.95	9.98	6.56	5.88	6.00	15.8
Dividendos por pagar	0.89	0.78	0.76	—	—	—	
Impuesto sobre las utilidades acumulado	1.63	1.13	0.77	1.16	1.40	1.80	
Total del pasivo circulante	30.80%	31.54%	31.33%	23.92%	22.40%	22.66%	32.7%
Deuda a largo plazo	18.62	19.58	16.00	14.57	12.27	13.11	19.7
Otros pasivos, sobre todo Impuesto sobre las utilidades diferido	7.35	7.77	7.44	9.02	9.28	8.52	1.5
Capital de los accionistas							
Acciones preferentes; 40 000 000 de acciones autorizadas; ninguna emitida	—	—	—	—	—	—	
Acciones de capital, valor a la par 0.15 dólares, 140 000 000 de acciones autorizadas; 135 622 676 acciones emitidas	0.49	0.49	0.52	0.56	0.66	0.73	
Superávit de capital	2.59	1.50	1.29	1.17	1.33	1.38	
Utilidades retenidas en la empresa	46.10	40.17	45.16	52.06	55.19	56.25	
Acciones de capital en tesorería, al costo	(6.52)	(2.60)	(1.80)	(2.08)	(1.51)	(1.75)	
Ajustes acumulados de conversión	0.57	1.54	0.05	0.79	0.38	(0.91)	
Total del capital de los accionistas	43.22%	41.11%	45.23%	52.50%	56.05%	55.70%	46.1%
Total del pasivo y capital de los accionistas	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.0%

* Registrado para cuentas donde hay datos disponibles.

Figura CE.8

CAMPBELL SOUP COMPANY

Índice de tendencias de cuentas seleccionadas (año 6 = 100%)

	Año 11	Año 10	Año 9	Año 8	Año 7	Año 6
Efectivo y equivalentes de efectivo	115%	52%	78%	55%	93%	155.1 dls.
Cuentas por cobrar	176	209	180	163	113	299.0
Inversiones temporales	5	9	11	15	117	238.7
Inventario	116	134	134	109	102	610.5
Total del activo circulante	114	125	120	102	108	1 334.8
Total del pasivo circulante	204	207	197	138	111	626.1
Capital de trabajo	34	52	52	70	105	708.7
Activos de planta, neto	153	147	132	129	115	1 168.1
Otros activos	156	134	124	93	119	259.9
Deuda a largo plazo	213	222	174	145	105	362.3
Total del pasivo	192	198	176	140	111	1 223.9
Capital de los accionistas	117	110	116	123	113	1 538.9
Ventas netas	145	145	132	114	105	4 286.8
Costo de los productos vendidos	133	138	130	110	103	3 082.7
Gastos administrativos	157	148	129	119	109	195.9
Gastos de marketing y ventas	176	180	150	135	115	544.4
Gasto por intereses	208	199	168	96	92	56.0
Total de costos y gastos	142	155	143	115	105	3 900.0
Utilidades antes de impuestos	172	46	28	100	108	387.2
Utilidad neta	180	2*	6*	123	111	223.2

* La exclusión del efecto (neto, después de deducir impuestos) de las desinversiones, las reestructuraciones y los cargos inusuales modificaría estas cantidades a: Año 10, 102% y Año 9, 104%.

En general, las entradas de efectivo de las operaciones (56%) se usan tanto para financiamiento (7%) como para actividades de inversión (48%). La posición neta de efectivo de Campbell en estos seis años es estable, ya que nunca se desvió más de 7% comparado con el año anterior. El crecimiento en el periodo completo de seis años es inferior a 1%.

Figura CE.9

Exhibit CC.8

CAMPBELL SOUP COMPANY

Resultados por acción

	Año 11	Año 10	Año 9	Año 8	Año 7	Año 6
Ventas	$ 48.85	$ 49.02	$ 43.87	$ 37.66	$ 34.57	$ 33.10
Utilidad neta	3.16	0.03	0.10	2.12	1.90	1.72
Dividendos	1.12	1.00	0.90	0.81	0.71	0.81
Valor en libros	14.12	13.36	13.76	14.66	13.36	11.86
Promedio de acciones en circulación (millones)	127.0	126.6	129.3	129.3	129.9	129.5

Figura CE.10

CAMPBELL SOUP COMPANY
Estados de flujos de efectivo porcentuales*
Para los años 6 a 11

	Año 11	Año 10	Año 9	Año 8	Año 7	Año 6	Total
Flujos de efectivo de actividades de operación							
Utilidades netas	26.89%	0.54%	1.15%	25.14%	38.42%	27.88%	21.54%
Para conciliar las utilidades netas con el efectivo neto proveniente de actividades de operación:							
Depreciación y amortización	13.97	24.58	16.82	15.67	22.47	15.84	19.33
Provisiones para desinversiones y reestructuraciones	—	41.49	30.00	1.61	—	—	12.95
Impuestos diferidos	2.38	0.48	(5.93)	1.23	7.10	3.62	1.11
Otros, neto	4.23	2.28	3.26	3.94	4.35	2.07	3.83
Efecto acumulado del cambio de contabilidad	—	—	—	(2.98)	—	—	(0.60)
(Aumento) disminución en cuentas por cobrar	1.15	(7.39)	(4.09)	(9.57)	(5.64)	(0.45)	(4.34)
(Aumento) disminución en inventarios	3.26	1.31	(9.90)	4.97	(0.61)	2.89	0.36
Cambio neto en otros activos y pasivos circulantes	2.05	(8.42)	(0.05)	2.77	6.67	6.08	1.54
Efectivo neto de actividades de operación	53.92%	54.86%	31.25%	42.80%	72.76%	57.94%	55.72%
Flujos de efectivo de actividades de inversión							
Compra de activos de planta	(24.18)%	(47.42)%	(24.85)%	(22.50)%	(47.19)%	(29.39)%	(33.64)%
Venta de activos de planta	2.89	4.27	3.48	2.07	—	3.72	3.15
Empresas adquiridas	(12.06)	(5.09)	(11.88)	(43.28)	(1.13)	(2.50)	(15.86)
Venta de empresas	4.51	2.66	0.43	2.16	3.23	—	2.56
Aumento en otros activos	(3.87)	(2.28)	(9.36)	(3.70)	(7.78)	(2.25)	(5.40)
Cambio neto en otras inversiones temporales	0.65	0.45	0.79	22.86	(9.43)	(18.00)	1.24
Efectivo neto usado en actividades de inversión	(32.06)%	(47.41)%	(41.39)%	(42.39)%	(62.31)%	(48.42)%	(47.95)%
Flujos de efectivo de actividades de financiamiento							
Préstamos a largo plazo	26.97%	1.54%	11.07%	9.45%	0.75%	25.47%	15.80%
Pago de préstamos a largo plazo	(8.70)	(2.75)	(4.69)	(2.10)	(3.71)	(20.57)	(7.73)
Aumento (disminución) en préstamos a corto plazo	(9.23)	(0.33)	9.46	0.77	(3.22)	0.57	(0.74)
Otros préstamos a corto plazo	7.86	18.81	19.87	7.06	13.88	9.11	13.65
Pago de otros préstamos a corto plazo	(13.82)	(10.99)	(16.82)	(8.03)	(10.30)	(11.06)	(13.53)
Dividendos pagados	(9.21)	(15.21)	(7.58)	(9.59)	(14.25)	(13.07)	(12.02)
Compra de acciones en tesorería	(11.76)	(5.03)	(0.71)	(2.69)	—	—	(4.70)
Acciones en tesorería emitidas	3.19	1.52	1.62	0.08	0.25	0.50	1.58
Otros, neto	(0.01)	(0.01)	2.06	0.21	2.89	2.24	1.15
Efectivo neto de (usado en) actividades de financiamiento	(14.71)%	(12.46)%	14.27%	(4.84)%	(13.72)%	(6.81)%	(6.55)%
Efecto de la modificación del tipo de cambio en el efectivo	(0.58)	0.09	(1.06)	(0.99)	(1.10)	(0.46)	(0.77)
Incremento (decremento) neto en efectivo y equivalentes de efectivo	6.58%	(4.92)%	3.07%	(5.43)%	(4.37)%	2.25%	0.44%

* Los porcentajes de este estado se basan en las entradas totales de efectivo = 100%. Para el año 11, el 100 por ciento está compuesto de flujos de efectivo de operación (26.89 + 13.97 + 2.38 + 4.23 + 1.15 + 3.26 + 2.05) + Venta de activos de planta (2.89) + Venta de autobús (4.51) + Disminución en inversiones temporales (0.65) + Préstamos a largo plazo (26.97) + Préstamos a corto plazo (7.86) + Acciones en tesorería emitidas (3.19).

A menudo resulta útil elaborar un resumen de entradas y salidas de efectivo por categorías principales de actividad. A partir de la figura CE.4, se preparó la siguiente tabla de resumen de las entradas y salidas de efectivo:

(Millones de dólares)	Año 11	Año 10	Año 9	Año 8	Año 7	Año 6	Total
Actividades de operación	$805.2	$448.4	$357.3	$466.6	$468.3	$463.8	$3 009.6
Actividades de inversión	(478.7)	(387.5)	(473.2)	(462.2)	(401.0)	(387.6)	(2 590.2)
Actividades de financiamiento	(219.6)	(101.8)	163.1	(52.8)	(88.3)	(54.5)	(353.9)
Aumento (disminución) en el efectivo	98.2	(40.2)	35.1	(59.2)	(28.1)	18.0	23.8

La imagen que surge de este resumen es que Campbell tiene desembolsos importantes de: 1) inversión, 2 590.2 millones de dólares, y 2) financiamiento (incluidos los dividendos), 353.9 millones de dólares. Pese a estos desembolsos, Campbell experimentó un ligero aumento acumulado de 23.8 millones de dólares en el efectivo. En particular, estas actividades se financian con las entradas netas de efectivo de operación de Campbell de 3 009.6 millones de dólares. Obsérvese que en los años 7, 8 y 10, los saldos de efectivo experimentaron decrementos para financiar actividades de inversión y financiamiento. No obstante, los flujos de efectivo de operación para este periodo de seis años son suficientes para proveer recursos que cubren *todas* las necesidades de inversión y financiamiento de Campbell y todavía queda un excedente de efectivo de 23.8 millones de dólares.

Figura CE.11

CAMPBELL SOUP COMPANY

Análisis de las razones de flujo de efectivo (millones de dólares)

1) Razón de suficiencia del flujo de efectivo* $= \dfrac{\text{Suma de 6 años de fuentes de efectivo de operaciones}}{\text{Suma de 6 años de gastos de capital, adiciones a inventarios y dividendos en efectivo}}$

$$= \frac{3\,009.6 \text{ dls.}}{(1\,817.1 \text{ dls.} + 856.7 \text{ dls.}) + (113.2 + 3.9 \text{ dls.}) + 649.4 \text{ dls.}} = 0.875$$

2) Razón de reinversión del efectivo† $= \dfrac{\text{Efectivo proveniente de operaciones} - \text{Dividendos}}{\text{Propiedad, planta y equipo, bruto} + \text{Inversiones} + \text{Otros activos} + \text{Capital de trabajo}}$

$$\text{Promedio del año 6 al año 11} = \frac{3\,009.6 \text{ dls.} - 649.4 \text{ dls.}}{15\,183.7 \text{ dls.} + 1\,888.3 \text{ dls.} + 2\,929.7 \text{ dls.}} = 11.8\%$$

$$\text{Año 11} = \frac{805.2 \text{ dls.} - 137.5 \text{ dls.}}{2\,921.9 \text{ dls.} + 404.6 \text{ dls.} + 240.5 \text{ dls.}} = 18.7\%$$

$$\text{Año 10} = \frac{448.4\text{dls.} - 124.3 \text{ dls.}}{2\,734.9 \text{ dls.} + 349.0 \text{ dls.} + 367.4 \text{ dls.}} = 9.4\%$$

$$\text{Año 9} = \frac{357.3 \text{ dls.} - 86.7 \text{ dls.}}{2\,543.0 \text{ dls.} + 323.1 \text{ dls.} + 369.4 \text{ dls.}} = 8.4\%$$

$$\text{Año 8} = \frac{466.6 \text{ dls.} - 104.6 \text{ dls.}}{2\,539.7 \text{ dls.} + 241.2 \text{ dls.} + 499.6 \text{ dls.}} = 11.0\%$$

$$\text{Año 7} = \frac{468.3 \text{ dls.} - 91.7 \text{ dls.}}{2\,355.1 \text{ dls.} + 310.5 \text{ dls.} + 744.1 \text{ dls.}} = 11.0\%$$

$$\text{Año 6} = \frac{463.8 \text{ dls.} - 104.6 \text{ dls.}}{2\,889.1 \text{ dls.} + 259.9 \text{ dls.} + 708.7 \text{ dls.}} = 11.7\%$$

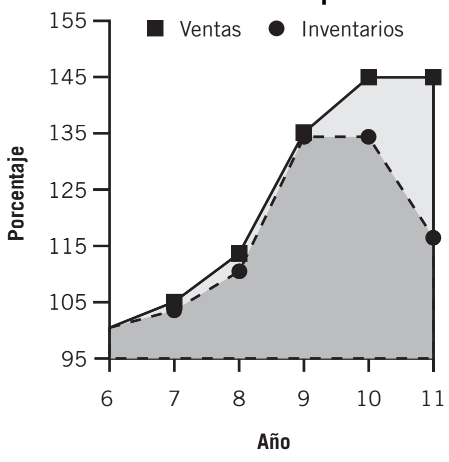
* Todas las cantidades están tomadas del estado de flujos de efectivo.

† Las cantidades del numerador están tomadas del estado de flujos de efectivo y las cantidades del denominador son del balance general.

Dos mediciones adicionales de los flujos de efectivo de Campbell se presentan en la figura CE.11. La razón de suficiencia de los flujos de efectivo permite discernir si Campbell genera efectivo suficiente de las operaciones para cubrir los gastos de capital, las inversiones en inventarios y los dividendos en efectivo. La razón de suficiencia de los flujos de efectivo de Campbell para el periodo de seis años es de 0.875, lo que implica que los fondos generados por las operaciones son insuficientes para cubrir estas partidas (véase el denominador) y que hay necesidad de financiamiento externo. Debe recordarse que se trata de una razón agregada (suma de seis años). Cuando se examina cada año en lo individual, incluido el año 11, la razón de suficiencia de los flujos de efectivo indica que existen recursos suficientes en efectivo. Las excepciones son los años 7 y 9. Una segunda medición, la razón de reinversión del efectivo, permite darse cuenta de la cantidad de efectivo retenido y reinvertido en la compañía tanto para sustitución de activos como para crecimiento. La razón de reinversión del efectivo de Campbell es de 11.8% para el periodo de seis años. Esta tasa de reinversión es satisfactoria para la industria. La razón de reinversión del año 11 es mucho más alta (18.7%) de lo normal. Los años 9 y 10 muestran una razón más baja debido a las disminuciones en los flujos de efectivo de operación.

Liquidez a corto plazo

Varias mediciones de la liquidez a corto plazo en los últimos seis años se registran en la figura CE.12. Esta figura también incluye datos compuestos de la industria para el año 11. Deben destacarse varias conclusiones. La razón del circulante en el año 11 se ubica en el nivel más bajo de los últimos seis años. Su valor de 1.19 es sensiblemente menor que el compuesto de la industria de 1.86. Esto se debe en parte al crecimiento del pasivo circulante en los años recientes. El pasivo de corto plazo asciende al doble de lo que era en el año 6, mientras que el activo circulante en el año 11 es por el contrario 114% del nivel del año 6. Una cantidad considerable de documentos por pagar se reclasificaron como deuda a largo plazo en el año 10. Esto contribuye a mejorar la razón del circulante. De igual manera, la figura CE.13 revela que el efectivo y los equivalentes de efectivo en el año 11 representan una proporción mayor del activo circulante (11.78%) en comparación con la industria (5.60%).



La razón de la prueba de ácido de Campbell en los últimos tres años (0.56) se ubica ligeramente por debajo del promedio de la industria en el año 11 (0.61); véase la figura CE.12. Los activos y pasivos que componen la razón de la prueba de ácido pueden compararse con el compuesto de la industria usando la figura CE.7. Esta figura, junto con la figura CE.13, señala que los inventarios constituyen una menor proporción del total del activo (17%) y el total del activo circulante (47%) que lo que corresponde a la industria (39% y 64%, respectivamente). Asimismo, la rotación de inventarios de Campbell en el año 11 es de 5.37 frente a 2.53 de la industria. Estas mediciones indican que Campbell tiene menos fondos invertidos en el inventario en relación con la industria. Esta conclusión se fundamenta en los datos de la figura CE.8, donde el crecimiento del inventario es menor que el de las ventas (116% frente a 145%). Estas mejoras en la administración de los inventarios coinciden con el lanzamiento del sistema de inventario justo a tiempo en Campbell. Esta mejora se hace evidente en particular en las materias primas. La figura CE.14 presenta datos del inventario que muestran una disminución en la proporción de materias primas a inventarios totales que concuerda con esta inferencia.

El método de inventario UEPS (LIFO) se usa en la contabilidad de aproximadamente 70% de los inventarios en el año 11 y 64% en el año 10 (véase la nota 14 del informe anual en el apéndice A). La figura CE.15 compara el ingreso y el costo de los bienes vendidos usando los métodos de inventario UEPS (LIFO) y PEPS (FIFO). Cuando los precios suben, el ingreso UEPS (LIFO) es por regla general menor que el de PEPS (FIFO). En el caso de Campbell, UEPS (LIFO) produjo menos ingresos que PEPS (FIFO) en los años 7, 9 y 11. Durante otros años, ocurrió lo inverso. Esto podría deberse a la reducción en los costos, o la liquidación de inventarios.

Figura CE.12

CAMPBELL SOUP COMPANY
Análisis de la liquidez a corto plazo

	Unidades	Medición	Año 11	Año 10	Año 9	Año 8	Año 7	Año 6	Compuesto de la industria en el año 11
1.	Razón	Razón del circulante	1.19	1.28	1.30	1.58	2.07	2.13	1.86
2.	Razón	Razón de la prueba de ácido	0.56	0.56	0.56	0.70	1.10	1.11	0.61
3.	Veces	Rotación de cuentas por cobrar	10.77	10.68	11.07	11.79	14.08	14.42	8.37
4.	Veces	Rotación de inventarios	5.37	5.21	5.41	5.27	5.15	4.96	2.53
5.	Días	Días de venta en cuentas por cobrar	30.60	36.23	34.15	36.00	27.17	25.11	43.01
6.	Días	Días de venta en inventarios	62.12	69.31	73.41	70.53	70.59	71.29	142.03
7.	Días	Periodo aproximado de conversión	92.72	105.54	107.56	106.53	97.76	96.40	185.32
8.	Porcentaje	Efectivo a activo circulante	11.78%	4.84%	7.55%	6.30%	10.08%	11.62%	5.60%
9.	Porcentaje	Efectivo a pasivo circulante	14.00%	6.22%	9.81%	9.94%	20.90%	24.77%	10.40%
10.	Millones de dls.	Capital de trabajo	240.50	367.40	369.40	499.60	744.10	708.70	54.33
11.	Días	Días de compra en cuentas por pagar	42.39	44.40	45.72	47.40	42.42	37.57	—
12.	Días	Ciclo económico neto promedio	50.33	61.14	61.84	59.13	55.34	58.83	—
13.	Porcentaje	Efectivo proveniente de operaciones a promedio de pasivo circulante	62.51%	35.44%	34.10%	59.93%	70.96%	77.34%	—

Notas:
Para el año 11, los cálculos son los siguientes (millones de dólares):

(3) $\dfrac{\text{Ventas netas } \boxed{13}}{\text{Promedio de cuentas por cobrar } \boxed{34}} = \dfrac{6\,204.1 \text{ dls.}}{(527.4 \text{ dls.} + 624.5 \text{ dls.})/2} = 10.77$

(4) $\dfrac{\text{Costo de los productos vendidos } \boxed{14}}{\text{Inventario promedio } \boxed{34}} = \dfrac{4\,095.5 \text{ dls.}}{(706.7 \text{ dls.} + 819.8 \text{ dls.})/2} = 5.37$

(5) $\dfrac{\text{Cuentas por cobrar finales } \boxed{33}}{\text{Ventas } \boxed{13}/360} = \dfrac{527.4 \text{ dls.}}{6\,204.1 \text{ dls.}/360} = 30.60$

(6) $\dfrac{\text{Inventario final } \boxed{34}}{\text{Costo de los productos vendidos } \boxed{14}/360} = \dfrac{706.7 \text{ dls.}}{4\,095.5 \text{ dls.}/360} = 62.12$

(7) Periodo de conversión aproximado = (5) Días de venta en cuentas por cobrar + (6) Días de venta en inventarios

(11) $\dfrac{\text{Cuentas por pagar } \boxed{41}}{\text{Costo de los bienes vendidos}/360} = 42.39$

(12) Número de días de venta en:

Cuentas por cobrar	30.60
Inventarios	62.12
Subtotal	92.72
Menos: cuentas por pagar	42.39
Total	50.33

(13) $\dfrac{\text{Efectivo de operaciones } \boxed{64}}{(\text{Pasivo circulante inicial + Pasivo circulante final } \boxed{65}} = \dfrac{805.2 \text{ dls.}}{1\,288 \text{ dls.}} = 62.51$

Figura CE.13

CAMPBELL SOUP COMPANY
Análisis porcentual del activo y pasivo circulante

	Año 11	Año 10	Año 9	Año 8	Año 7	Año 6	Compuesto de la industria en el año 11
Activo circulante							
Efectivo y equivalentes de efectivo	11.78%	4.85%	7.55%	6.30%	10.09%	11.62%	5.60%
Otras inversiones temporales	0.84	1.35	1.64	2.57	19.49	17.88	—
Cuentas por cobrar	34.73	37.50	33.59	35.72	23.57	22.40	27.18
Inventarios	46.54	49.22	50.95	48.77	43.37	45.74	63.60
Gastos prepagados	6.11	7.08	6.27	6.64	3.48	2.36	3.62
Total del activo circulante	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
Pasivo circulante							
Documentos por pagar	22.08%	15.58%	22.04%	15.99%	13.48%	14.20%	20.49%
Cuentas por pagar a proveedores y otros	37.75	40.46	41.25	51.74	54.02	51.38	31.19
Pasivos acumulados	31.98	37.89	31.86	27.44	26.25	26.50	} = 48.32
Dividendos por pagar	2.89	2.49	2.41	—	—	—	
Impuesto sobre las utilidades acumulado	5.30	3.58	2.44	4.83	6.25	7.92	
Total del pasivo circulante	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

La rotación de cuentas por cobrar de Campbell ha disminuido en los últimos seis años, pero sigue siendo superior a la de la industria en el año 11 (véase la figura CE.12). También se observa en la figura CE.8 que las cuentas por cobrar crecen a un ritmo más acelerado que las ventas, llegan a su punto máximo en el año 10 (209%) y muestran una reducción en el año 11 (176%). Lo anterior indica una política de crédito más agresiva. Los días de venta en cuentas por cobrar (véase la figura CE.12) empeoraron entre los años 6 y 10, pero experimentaron una ligera mejoría en el año 11. Un comportamiento parecido se presenta en los días de venta en inventario, con un empeoramiento general de los años 6 a 9. Sin embargo, los días de venta en inventario en el año 11 vuelven a ser 62.12 días frente a los 71.29 días en el año 6. Esto se debe sobre todo a una

Figura CE.14

CAMPBELL SOUP COMPANY
Datos de inventarios (millones de dólares)

Inventarios finales	Año 11	Año 10	Año 9	Año 8	Año 7	Año 6
Materias primas, contenedores y suministros	$342.3	$384.4	$385.0	$ 333.4	$333.6	$340.4
Productos terminados	454.0	520.0	519.0	412.5	372.4	348.1
Subtotal	796.3	904.4	904.0	745.9	706.0	688.5
Menos: Ajuste de inventarios a UEPS (LIFO)	89.6	84.6	88.0	81.2	82.4	78.5
Total de inventarios finales	$706.7	$819.8	$816.0	$ 664.7	$623.6	$610.0
Materias primas, contenedores y suministros	43.0%	42.5%	42.6%	44.7%	47.3%	49.4%
Productos terminados	57.0	57.5	57.4	55.3	52.7	50.6
	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

Figura CE.15

CAMPBELL SOUP COMPANY

Datos de inventarios usando PEPS (FIFO) en comparación con UEPS (LIFO)

(Millones de dólares)	Año 11	Año 10	Año 9	Año 8	Año 7	Año 6
Inventario inicial	$ 904.4	$ 904.0	$ 745.9	$ 706.0	$ 688.5	$ 707.0
Insumos de producción (igual que UEPS (LIFO))	3 982.4	4 262.0	4 152.9	3 433.9	3 193.6	3 070.1
Bienes disponibles para venta	4 886.8	5 166.0	4 898.8	4 139.9	3 882.1	3 777.1
Menos: Inventario final	796.3	904.4	904.0	745.9	706.0	688.5
Costo de los productos vendidos (PEPS (FIFO))	$4 090.5	$4 261.6	$3 994.8	$3 394.0	$3 176.1	$3 088.6
Costo de los productos vendidos (UEPS (LIFO))	$4 095.5	$4 258.2	$4 001.6	$3 392.8	$3 180.5	$3 082.7
El efecto de reformulación a PEPS (FIFO) aumenta (disminuye) el costo de los productos vendidos en:	$ (5.0)	$ 3.4	$ (6.8)	$ 1.2	$ (4.4)	$ 5.9
El efecto neto, después de deducir impuestos*, de la reformulación a PEPS (FIFO) disminuye (aumenta) la utilidad neta en:	$ (3.3)	$ 2.2	$ (4.5)	$ 0.8	$ (2.4)	$ 3.2

* La tasa tributaria es de 34% en los años 8 a 11, 45% en el año 7, y 46% en el año 6.

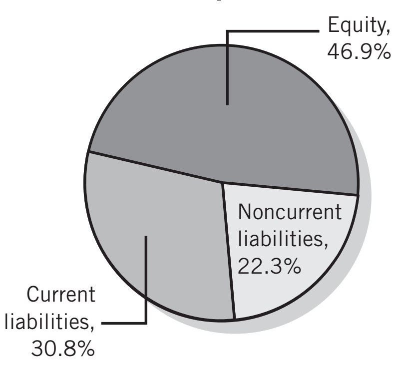
mejor rotación de inventarios, lo que ayuda a Campbell en comparación con las normas de la industria.

El éxito de Campbell en la administración del pasivo circulante es variado. Aunque los días de compra en cuentas por pagar se incrementaron del año 6 al 9, los resultados de los dos últimos años se han nivelado (véase la figura CE.12). Del mismo modo, el ciclo económico neto promedio fluctúa en los últimos seis años. Pero en el año 11, este periodo (de alrededor de 50 días) está por debajo del nivel del año 6 de aproximadamente 59 días. Este resultado concuerda con la mejoría en la liquidez de la empresa.

Estructura del capital y solvencia

En este apartado se analizan la estructura del capital y la solvencia de Campbell (el análisis anterior relacionado con la Predicción del efectivo es relevante para la solvencia). Los cambios en la estructura del capital de la empresa se miden usando varios análisis y comparaciones. La estructura del capital de Campbell en los seis años que terminaron en el año 11 se muestra en la figura CE.16. Para efectos analíticos, la mitad de los impuestos diferidos se considera un pasivo a largo plazo y la otra mitad, capital. La figura CE.17 presenta un análisis porcentual de la estructura del capital. En el año 11, los pasivos constituyen 53% y el capital 47% del financiamiento de Campbell.





Las razones seleccionadas de estructura del capital y solvencia a largo plazo se consignan en la figura CE.18. La razón de deuda total a capital aumenta marcadamente en los últimos tres años; aun así, se ubica en, o por debajo de, la norma de la industria (1.17). El origen de este aumento se atribuye a la deuda a largo plazo (véase la figura CE.8). En particular, la figura CE.8 muestra que el índice de tendencias de la deuda a largo plazo (213) es superior al del pasivo circulante (204), el total del pasivo (192) y el capital de los accionistas (117). Esto también se hace evidente en la razón de deuda a largo plazo a capital, donde en el año 11 la razón de Campbell (48%) es superior al compuesto de la industria de 43%. Campbell se aparta de su estructura de capital históricamente conservadora para adoptar otra más liberal. Esto se pone de manifiesto en el nivel menor de las

Figura CE.5

CAMPBELL SOUP COMPANY
Análisis de la estructura del capital

(Millones de dólares)	Año 11	Año 10	Año 9	Año 8	Año 7	Año 6
Pasivos a largo plazo						
Documentos por pagar	$ 757.8	$ 792.9	$ 610.3	$ 507.1	$ 358.8	$ 346.7
Obligación de arrendamiento de capital	14.8	12.9	18.9	18.7	21.4	15.6
Total de la deuda a largo plazo	772.6	805.8	629.2	525.8	380.2	362.3
Impuesto sobre las utilidades diferido*	129.3	117.6	109.0	140.3	124.0	99.6
Otros pasivos a largo plazo	23.0	28.5	19.6	15.6	15.8	16.3
Total del pasivo a largo plazo	924.9	951.9	757.8	681.7	520.0	478.2
Pasivo circulante†	1 278.0	1 298.1	1 232.1	863.3	693.8	626.1
Total del pasivo	$2 202.9	$2 250.0	$1 989.9	$1 545.0	$1 213.8	$1 104.3
Capital contable						
Capital común	$1 793.4	$1 691.8	$1 778.3	$1 895.0	$1 736.1	$1 538.9
Intereses minoritarios	23.5	56.3	54.9	29.3	23.5	20.1
Impuesto sobre las utilidades diferido*	129.2	117.5	109.0	140.3	124.0	99.5
Total del capital contable	1 946.1	1 865.6	1 942.2	2 064.6	1 883.6	1 658.5
Total del pasivo y capital	$4 149.0	$4 115.6	$3 932.1	$3 609.6	$3 097.4	$2 762.8

* Para efectos analíticos, 50% del Impuesto sobre las utilidades diferido se considera deuda y el resto, capital.
† Incluida la parte corriente de los documentos por pagar.

razones de cobertura de los gastos fijos que usan tanto las utilidades como los flujos de efectivo de operación en comparación con los años 6 a 8. En congruencia con el análisis, la deuda a largo plazo de Campbell tiene una calificación de A que le otorgan las principales agencias calificadoras –lo que representa un descenso de la categoría AAA en que la compañía se encontraba con anterioridad, pero que con todo, continúa siendo una calificación excelente. Los acreedores de la empresa disfrutan de una protección sólida de los activos y una capacidad superior de generar utilidades.

Rendimiento del capital invertido

Las razones de rendimiento del capital invertido de Campbell se presentan en la figura CE.19. Estas razones ponen de manifiesto varios aspectos. El rendimiento de los activos netos de operación es estable en los años 7 y 8, experimenta una baja pronunciada en los años 9 y 10 y luego repunta fuertemente a 16.77% en el año 11. El análisis de los años 9 y 10 muestra que los bajos rendimientos en estos años se deben a las desinversiones y los gastos de reestructuración. Sin embargo, debe recordarse que el marcado incremento en el rendimiento del año 11 se debe probablemente en parte a las cancelaciones (write-offs) de los dos años anteriores.

El análisis más detallado del rendimiento de los activos netos de operación en el año 11 muestra que se compone de un margen de NOPAT de 8.01% y una rotación de activos netos de operación de 2.09. Ambos componentes muestran mejoría con respecto a sus valores en el año 8 (las comparaciones con las razones de los años 10 y 9 son menos relevantes debido a los cargos contables). La administración de Campbell confía que esta mejoría en el año 11 sea el reflejo de las importantes reestructuraciones, cierres y reorganizaciones empresariales durante los años 9 y 10. Debido a esos programas de reestructuración y campañas de reducción de costos, los már-

Figura CE.17

CAMPBELL SOUP COMPANY
Análisis porcentual de la estructura del capital

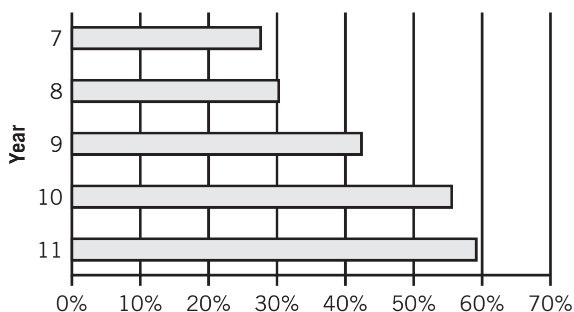
	Año 11	Año 10	Año 9	Año 8	Año 7	Año 6
Pasivos a largo plazo						
Documentos por pagar	18.26%	19.27%	15.52%	14.05%	11.59%	12.55%
Obligación de arrendamiento de capital	0.36	0.31	0.48	0.52	0.69	0.56
Total de la deuda a largo plazo	18.62%	19.58%	16.00%	14.57%	12.28%	13.11%
Impuesto sobre las utilidades diferido*	3.12	2.86	2.77	3.88	4.00	3.61
Otros pasivos a largo plazo	0.55	0.69	0.50	0.43	0.51	0.59
Total del pasivo a largo plazo	22.29%	23.13%	19.27%	18.88%	16.79%	17.31%
Pasivo circulante†	30.80	31.54	31.34	23.92	22.40	22.66
Total del pasivo	53.09%	54.67%	50.61%	42.80%	39.19%	39.97%
Capital contable						
Capital común	43.22%	41.11%	45.22%	52.50%	56.05%	55.70%
Intereses minoritarios	0.57	1.37	1.40	0.81	0.76	0.73
Impuesto sobre las utilidades diferido*	3.12	2.85	2.77	3.89	4.00	3.60
Total del capital contable	46.91%	45.33%	49.39%	57.20%	60.81%	60.03%
Total del pasivo y capital	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

* Para efectos analíticos, 50% del Impuesto sobre las utilidades diferido se considera deuda y el resto, capital.
† Incluida la parte corriente de los documentos por pagar.

genes de utilidad son mayores. Los rendimientos de años anteriores están deprimidos por varias líneas de negocios que tuvieron mal desempeño o no encajaban bien en la organización. Esas líneas de negocios se han escindido de la empresa y Campbell ha racionalizado y modernizado su proceso de fabricación.

El rendimiento de los accionistas comunes de Campbell (21.52%) supera el más reciente desempeño. El origen de la mejoría se debe a una sólida mejoría del RNOA y, en menor medida, a un incremento en el apalancamiento financiero aunado a un diferencial positivo. Al igual que el componente de utilidades en el rendimiento de los activos netos de operación (RNOA), es probable que el mejor margen de utilidad neta se beneficie de las cancelaciones realizadas en los años 10 y 9. La desagregación del rendimiento de los accionistas comunes de Campbell (partida 5 en la figura CE.19) muestra que los cambios en el margen de NOPAT son la causa principal de las fluctuaciones en el rendimiento del capital en los años recientes. El margen de NOPAT llegó a un mínimo de 1.92 por ciento en el año 9 por las desinversiones y reestructuraciones y a un máximo de 8.01 por ciento en el año 11, en parte debido al repunte de los cambios de años anteriores y las posibles provisiones en exceso para cubrir costos. Los otros dos componentes también han mostrado mejoría. La rotación de activos netos de operación se ha incrementado desde el año 7. La razón de apalancamiento también ha aumentado desde el año 9, con el consiguiente aumento en el ROCE, aunque con un aumento también en el riesgo. El aumento en el apalancamiento financiero ha resultado en el descenso de categoría de la deuda de Campbell Soup de AAA a A.





La razón de apalancamiento del año 11 implica que Campbell pide prestado 0.589 dólares por cada dólar de capital. El total de

Figura CE.13

CAMPBELL SOUP COMPANY

Razones de estructura del capital y solvencia

	Año 11	Año 10	Año 9	Año 8	Año 7	Año 6	Compuesto de la industria en el año 11
1. Deuda total a capital	1.13	1.21	1.02	0.75	0.64	0.67	1.17
2. Razón de deuda total	0.53	0.55	0.51	0.43	0.39	0.40	0.54
3. Deuda de largo plazo a capital	0.48	0.51	0.39	0.33	0.28	0.29	0.43
4. Capital a deuda total	0.88	0.83	0.98	1.34	1.56	1.50	0.86
5. Activos fijos a capital	0.92	0.92	0.79	0.73	0.72	0.70	0.46
6. Pasivo circulante a pasivo total	0.58	0.58	0.62	0.56	0.58	0.57	0.61
7. Utilidades a gastos fijos	5.16	2.14	1.84	6.06	6.41	6.28	—
8. Flujo de efectivo a gastos fijos	7.47	5.27	5.38	8.94	8.69	9.26	—

Los cálculos para el año 11 se presentan aquí:

$$(1)\quad \frac{\text{Deuda total*}}{\text{Capital en acciones*}} = \frac{2\,202.9\text{ dls.}}{1\,946.1\text{ dls.}} = 1.13$$

$$(2)\quad \frac{\text{Deuda total*}}{\text{Deuda total y capital } \boxed{55}} = \frac{2\,202.9\text{ dls.}}{4\,149.0\text{ dls.}} = 0.53$$

$$(3)\quad \frac{\text{Deuda a largo plazo*}}{\text{Capital en acciones*}} = \frac{924.9\text{ dls.}}{1\,946.1\text{ dls.}} = 0.48$$

$$(4)\quad \frac{\text{Capital en acciones*}}{\text{Deuda total*}} = \frac{1\,946.1\text{ dls.}}{2\,202.9\text{ dls.}} = 0.88$$

$$(5)\quad \frac{\text{Activos de planta } \boxed{37}}{\text{Capital en acciones*}} = \frac{1\,790.4\text{ dls.}}{1\,946.1\text{ dls.}} = 0.92$$

$$(6)\quad \frac{\text{Pasivo circulante } \boxed{45}}{\text{Pasivo total}} = \frac{1\,278.0\text{ dls.}}{2\,202.9\text{ dls.}} = 0.58$$

$$(7)\quad \frac{\begin{array}{c}\text{Ingreso antes de impuestos } \boxed{26} + \text{Gasto por intereses } \boxed{18} + \text{Parte correspondiente}\\ \text{a intereses del gasto de alquiler}^{\dagger} - \text{Participación no distribuida en las utilidades de las filiales } \boxed{24}, \boxed{169A}\end{array}}{\text{Interés incurrido } \boxed{98} + \text{Parte correspondiente a intereses del gasto de alquiler* } \boxed{143}} = \frac{667.4 + 116.2 + 20 - (2.4 - 8.2)}{136.9 + 20} = 5.16$$

$$(8)\quad \frac{\begin{array}{c}\text{Flujos de efectivo de operaciones } \boxed{64} + \text{Gasto de impuesto corriente } \boxed{124A} +\\ \text{Gasto por intereses } \boxed{18} + \text{Parte correspondiente a intereses del gasto de alquiler}^{\dagger} \boxed{143}\end{array}}{\text{Interés incurrido } \boxed{98} + \text{Parte correspondiente a intereses del gasto de alquiler}^{\dagger} \boxed{143}} = \frac{805.2 + 230.4 + 116.2 - 20}{136.9 + 20} = 7.47$$

* De la figura CE.16.

† Una tercera parte del gasto de alquiler bajo contratos de arrendamiento de operación. Para el año 11: ⅓ de 59.7 dólares $\boxed{143}$.

1.589 dólares en fondos es entonces capaz de generar 3.32 dólares en ventas porque los activos están cambiando a una tasa de 2.09 veces. Estos 3.32 en ventas ganan 0.27 dólares u 8.01% en utilidad operación después de impuestos.

Obsérvese que el índice de crecimiento del capital de Campbell en el año 11 (13.85%) mejoró marcadamente en relación con años anteriores. Incluso si se excluyen los años 9 y 10, este índice es casi el doble del nivel de los años 6 a 8. Las razones negativas de los años 9 y 10 se deben a que Campbell mantuvo el pago de dividendos con las desinversiones y reestructuraciones. El fuerte repunte de esta razón en el año 11 augura un buen crecimiento futuro de las ventas y utilidades. Un nivel más alto de reinversión libera a Campbell de la dependencia de fuentes externas de

Figura CE.19

CAMPBELL SOUP COMPANY

Razones de rendimiento del capital invertido*

	Año 11	Año 10	Año 9	Año 8	Año 7	Año 6
1. Rendimiento de activos netos de operación (RNOA)		16.77%	6.31%	3.91%	10.65%	12.96%
2. Rendimiento del capital común (ROCE)..............	21.52%	0.24%	0.67%	14.07%	14.14%	
3. Rendimiento de la deuda a largo plazo y capital.	17.02%	3.04%	2.96%	12.27%	12.35%	
4. Índice de crecimiento del capital........................	13.85%	−6.30%	−3.67%	8.59%	8.79%	
5. Desagregación de ROCE						
RNOA	16.77%	6.31%	3.91%	10.65%	12.96%	
LEV	58.90%	55.47%	42.16%	30.28%	27.52%	
Diferencial	8.07%	−10.95%	−7.68%	11.32%	4.27%	
ROE (RNOA + [LEV × Diferencial])	21.52%	0.24%	0.67%	14.07%	14.14%	
donde:						
NOA	$3 037.70	$2 892.15	$2 854.95	$2 721.55	$2 353.45	$2 107.85
NFO (NOA − SE)	1 115.09	1 082.85	967.65	686.25	493.35	469.45
SE	1 922.61	1 809.30	1 887.30	2 035.30	1 860.10	1 638.40
NOPAT	497.12	181.42	108.94	270.14	289.12	272.81
NFE (NOPAT − NI)	95.62	177.02	95.84	(3.96)	41.82	49.61
NI	401.50	4.40	13.10	274.10	247.30	223.20
6. Desagregación de RNOA						
Margen de NOPAT	8.01%	2.92%	1.92%	5.55%	6.44%	
Rotación de NOA	2.09	2.16	2.03	1.92	2.01	
RNOA (margen × rotación)	16.77%	6.31%	3.91%	10.65%	12.96%	

*Leyenda

NOA	Activos netos de operación
SE	Capital de los accionistas (CE.16)
NFO (NOA − SE)	Obligaciones financieras netas (los cálculos no suponen 50% de impuestos diferidos como capital, como en CE.16)
NOPAT	Utilidad de operación después de impuestos
NI	Utilidad neta
NFE (NOPAT − NI)	Gasto financiero neto
RNOA	NOPAT/Promedio de NOA
LEV	Apalancamiento financiero (Promedio NFO/Promedio SE)
NBC	Costos netos del endeudamiento (NFE/Promedio de NFO)
Diferencial	RNOA – NBC
ROE (calculado)	RNOA + (LEV × Diferencial)
Margen de NOPAT	NOPAT/Ventas
Rotación de NOA	Ventas/Promedio de NOA

A continuación se presentan los cálculos para el año 11:

(1) Los activos netos de operación para el 11 se calculan como sigue:

4149.0 dls. (activo total; todos considerados de operación)
−958.8 (pasivo circulante de operación; 1 278 dls. – 282.2 dls. – 37.0 dls.)
−152.5 (la mitad de la obligación del Impuesto sobre las utilidades diferido se considera de operación)
3037.7 dls. (Activos netos de operación para el año 11)

La NOPAT para el año 11 es igual a 497.12 dls. (6 204.1 dls. – 4 095.5 dls. – 956.2 dls. – 306.7 dls. – 56.3 dls. – 0.8 dls. – 26.2 dls. + 2.4) × (1 – 0.35); suponiendo que otros ingresos (gastos) y participación en las utilidades de las filiales son de operación, y el ingreso (gasto) por intereses y el gasto de interés minoritario no son de operación. Además, usando la tasa estatutaria del Impuesto sobre las utilidades de 35%, RNOA se calcula como sigue:

$$\text{RNOA} = \frac{497.12 \text{ dls.}}{(3\,037.7 \text{ dls.} + 2\,892.15 \text{ dls.})/2} = 163.77\ \%$$

(continúa)

(concluye)

(2) $\text{ROCE} = \dfrac{\text{Utilidad neta – Dividendos preferentes}}{\text{Promedio del capital en acciones comunes}^{\dagger}} = \dfrac{401.5}{[(1\,946.1 - 23.5) + (1\,865.6 - 56.3)]/2} = 21.52\%$

(3) $\text{Rendimiento de LTD y capital} = \dfrac{\text{Utilidad neta + Gasto por intereses (1 – Tasa tributaria) + MI}}{\text{Promedio de los pasivos a largo plazo}^{\ddagger} + \text{Capital promedio}^{\dagger}} = \dfrac{401.5 + 116.2(1 - 0.35) + 7.2}{(924.9 + 951.9)/2 + (1\,946.1 + 1\,865.6)]/2} = 17.02\%$

(4) $\text{Tasa de crecimiento del capital} = \dfrac{\text{Utilidad neta – Dividendos pagados}}{\text{Promedio del capital común}^{\dagger}} = \dfrac{401.5 - 137.5}{(1\,946.1 + 1\,865.6)/2} = 13.85\%$

† Incluye 50% de impuestos diferidos considerados como capital y excluye intereses minoritarios (MI). Véase la figura CE.16.
‡ Incluye 50% de impuestos diferidos. Véase la figura CE.16.

financiamiento para consolidar su crecimiento. La utilidad neta del año 11 de 401.5 millones de dólares y dividendos por 142.2 millones de dólares dejan fondos suficientes para reinversión y crecimiento financiado internamente.

Análisis del aprovechamiento de activos

Las mediciones de la utilización de activos de Campbell se presentan en la figura CE.20. La rotación de activos de Campbell (2.09 para el año 11 de la figura CE.19) ha aumentado ligeramente desde el año 8, pero bajó en el año más reciente. Los cambios marcados en la rotación de componentes individuales de los activos contribuyeron a este aumento general en la rotación de activos. El efectivo y sus equivalentes prueban la mayor variabilidad durante este periodo. La variabilidad del efectivo y sus equivalentes también se manifiesta tanto en la razón de ventas a rotación del capital de trabajo como en el balance general porcentual de la figura CE.7. La figura CE.7 revela una disposición gradual de las inversiones temporales. El aumento considerable de 98.2 millones

Figura CE.20

CAMPBELL SOUP COMPANY
Razones de utilización de los activos

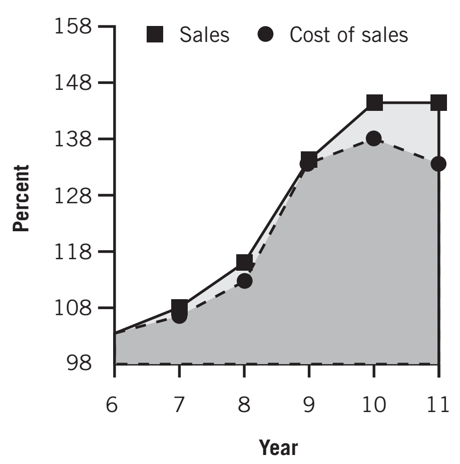
(Con base en cantidades a fin de año)	Año 11	Año 10	Año 9	Año 8	Año 7	Año 6	Compuesto de la industria en el año 11
1. Ventas a efectivo y equivalentes	34.7	76.9	46.9	56.8	31.0	27.6	40.6
2. Ventas a cuentas por cobrar	11.8	9.9	10.5	10.0	13.2	14.3	8.4
3. Ventas a inventarios	8.8	7.6	7.0	7.3	7.2	7.0	3.6
4. Ventas a capital de trabajo	25.8	16.9	15.4	9.8	6.0	6.1	4.9
5. Ventas a activos fijos	3.5	3.6	3.7	3.2	3.3	3.7	6.6
6. Ventas a otros activos*	7.4	8.5	7.2	6.6	14.5	16.5	7.5
7. Ventas a activo total	1.5	1.5	1.4	1.4	1.5	1.6	1.4
8. Ventas a pasivo a corto plazo	4.9	4.8	4.6	5.6	6.5	6.9	4.2

* Incluidos los activos intangibles.

de dólares en el efectivo y sus equivalentes durante el año 11 se debe principalmente a las mejoras en el rendimiento de operación (véase la figura CE.4).

La rotación de cuentas por cobrar de Campbell muestra una ligera mejoría en los años 8 a 11 en relación con la de los años anteriores. La mejoría continua en el año 11 se apoya en la disminución en este año de 97.1 millones de dólares en cuentas por cobrar. En lo que concierne a la rotación de inventarios, el deseo expreso de Campbell de disminuir los inventarios en cada etapa de su proceso de fabricación se pone de manifiesto en una mejoría de la razón de rotación de inventarios (8.8). Es importante observar que las razones de rotación de activos y componentes de los activos de Campbell a menudo se comparan favorablemente con las normas de la industria. En varias áreas fundamentales, como las cuentas por cobrar (11.8 frente a 8.4), inventarios (8.8 frente a 3.6) y capital de trabajo (25.8 frente a 4.9), la razón de rotación es mejor que la del compuesto de la industria.

Análisis del rendimiento de operación y la rentabilidad



En la figura CE.21 se presentan algunas razones de margen de las utilidades de Campbell. Se observa que el margen de utilidad bruta de Campbell en el año 11 es mejor que la norma de la industria (34.0% frente a 29.3%). Sin embargo, el margen de utilidad neta se ubica en o ligeramente por debajo del nivel de la industria (6.47% frente a 6.60%). Después de las desinversiones y reestructuraciones de los años 9 y 10, el margen de utilidad neta de Campbell es mejor de lo que fue en los años 6 a 8. Estas medidas incluyeron la eliminación de personal administrativo y divisiones que no tenían buen desempeño. Los resultados del año 11 ya muestran señales de un control más riguroso de varias áreas de gastos de operación. El control continuo de los costos permitirá a Campbell seguir mejorando su rentabilidad y superar las normas de la industria.

Estas mediciones de la rentabilidad se relacionan con datos de análisis anteriores. La mejoría puesta de manifiesto en el margen de utilidad bruta confirma los resultados anteriores de la figura CE.6, que muestran un descenso gradual en el costo de los productos vendidos (66.01% en el año 11

Figura CE.21

CAMPBELL SOUP COMPANY

Análisis de las razones del margen de utilidad

Márgenes de utilidad	Año 11	Año 10	Año 9	Año 8	Año 7	Año 6	Compuesto de la industria en el año 11
1. Margen de utilidad bruta	34.00%	31.38%	29.45%	30.32%	29.17%	28.09%	29.30%
2. Margen de utilidad de operación	12.63%	4.69%	3.54%	9.09%	10.46%	10.34%	—
3. Margen de utilidad neta	6.47%	0.07%	0.23%	5.63%	5.51%	5.21%	6.60%

Los cálculos para el año 11 se presentan aquí:

$$\text{(1) Margen de utilidad bruta} = \frac{\text{Ventas netas} - \text{Costo de los productos vendidos}}{\text{Ventas netas}} = \frac{6\,204.1 \text{ dls.} - 4\,095.5}{6\,204.1 \text{ dls.}} = 34\%$$

$$\text{(2) Margen de utilidad de operación} = \frac{\text{Ingreso antes de impuestos y gasto por intereses}}{\text{Ventas netas}} = \frac{667.4 + 116.2}{6\,204.1} = 12.63\%$$

frente a 71.91% en el año 6). Aunque es posible el mejoramiento continuo del margen de utilidad bruta, será difícil de lograr. La clave para que una razón de utilidades se beneficie del mejor margen de utilidad bruta es el control continuo de los gastos administrativos y de marketing. Este análisis se corrobora por el anterior análisis del índice de tendencia. La figura CE.8 señala que las ventas del año 11 son 145% más altas que las del año 6. Sin embargo, el costo de los productos vendidos es sólo 133% superior, y el total de costos y gastos es 142% mayor. Esta combinación produce una utilidad neta que es 180% superior al nivel del año 6. La inferencia general de estos índices de tendencias es que las ventas, el margen bruto y la utilidad neta están creciendo a un ritmo relativamente más acelerado que los costos y los gastos.

La figura CE.8 indica que el gasto por intereses creció a lo largo del periodo de seis años, pero a una tasa relativamente menor que el total de pasivos, excepto en el año 11. Esto refleja un menor costo de endeudamiento que es producto sobre todo de las tasas de interés menores. También se observa que Campbell es probablemente un prestatario más riesgoso en comparación con los tres a cinco años anteriores, como se refleja en la razón creciente de deuda a capital esta empresa.

La Tabla complementaria de ventas y utilidades del informe anual de Campbell (partida 1) muestra las aportaciones de las operaciones internacionales en el año 11. Las utilidades internacionales suman en total 92.3 millones de dólares, que incluyen 35.3 millones de dólares de Campbell Canada, 17.6 millones de dólares de International Biscuit y 39.4 millones de dólares de Campbell International. Las utilidades internacionales representan aproximadamente 11.6% del total de las utilidades de operación. En los años 10 y 9, las operaciones internacionales contribuyen negativamente al total de utilidades. Esto se debe a las reestructuraciones de esos años, que redujeron el total de utilidades de operación en 134.1 millones de dólares en el año 10 y en 82.3 millones de dólares en el año 9. Estas contribuciones negativas son adicionales a las pérdidas de conversión de moneda extranjera de 3.8 y 20.0 millones de dólares en los años 10 y 9, respectivamente. La conversión de moneda extranjera no es considerable en el año 11. No obstante, las operaciones internacionales en los últimos seis años abarcan casi 20% del total de las ventas (véase la figura CE.1). Es probable que las operaciones internacionales continúen ejerciendo un efecto considerable en la rentabilidad de Campbell.

La tasa tributaria efectiva de Campbell (nota 9) es de 39.8% en el año 10, y de 87.7% en el año 9. Las tasas extraordinariamente altas en los últimos dos años se deben sobre todo a las grandes cantidades de desinversiones, reestructuraciones y cargo inusuales no deducibles de impuestos, que representan 56.5 y 48.7% de las utilidades antes de impuestos, respectivamente (nota 9). Si se excluyen estas desinversiones, la tasa tributaria efectiva baja a aproximadamente 40%. Campbell también está aprovechando los beneficios de transferencia de pérdidas fiscales de las subsidiarias internacionales. A finales del año 11, la compañía tiene 77.4 millones de dólares remanentes en beneficios sin usar de transferencia de pérdidas fiscales. Aproximadamente la mitad de éstos vence en el año 16 y el resto estará disponible indefinidamente. La mayoría de los impuestos diferidos son resultado de pensiones, diferencias en la elección del momento oportuno (timing) de aplicar la depreciación, desinversiones, reestructuraciones y cargos inusuales. Los impuestos diferidos a causa de las diferencias en depreciación son relativamente considerables a todo lo largo del año 10 y luego se reducen a un nivel mínimo de 5.9 millones de dólares en el año 11.

El análisis de los datos de depreciación de Campbell se presenta en la figura CE.22. Estos datos muestran que la depreciación acumulada como un porcentaje de los activos brutos de planta permanece estable (44.6% en el año 11). La estabilidad en el gasto de depreciación, como un porcentaje ya sea de los activos de planta o de las ventas, también es evidente en la figura CE.22. En consecuencia, no hay pruebas de que la calidad de las utilidades resulte afectada por los cambios en la depreciación.

El análisis de los gastos discrecionales en la figura CE.23 indica que el gasto en todas las principales categorías disminuyó durante el año 11 en comparación con el de la mayoría de los años anteriores. Esto es resultado, en potencia, de un gasto más controlado y mayores eficiencias. Recuérdese el análisis porcentual de los factores que afectan las utilidades netas en la figura CE.6. Este análisis corrobora algunos de los factores puestos de manifiesto en la figura CE.23. Por ejemplo, el margen bruto está aumentando mientras que (relativamente) los aumentos en los gastos de marketing, ventas, intereses y “otros” gastos superan los incrementos en las ventas. Los

Figura CE.22

CAMPBELL SOUP COMPANY
Análisis de la depreciación

	Año 11	Año 10	Año 9	Año 8	Año 7	Año 6
1. Depreciación acumulada como porcentaje de los activos de planta brutos*	44.6%	42.3%	43.1%	43.7%	46.6%	48.6%
2. Gastos de depreciación anuales como porcentaje de activos de planta brutos	7.7%	7.7%	7.6%	6.9%	6.4%	6.4%
3. Gastos de depreciación anuales como porcentaje de las ventas	3.1%	3.0%	3.1%	3.3%	3.1%	2.8%

Los cálculos para el año 11 se presentan aquí:

(1) $\frac{1\,131.5 \; \boxed{162}}{758.7 \; \boxed{162} + 1\,779.3 \; \boxed{160}} = 44.6\%$

(2) $\frac{194.5 \; \boxed{162A}}{758.7 \; \boxed{159} + 1\,779.3 \; \boxed{160}} = 7.7\%$

(3) $\frac{194.5 \; \boxed{162A}}{6\,204.1 \; \boxed{13}} = 3.1\%$

*Excluye terrenos y proyectos en proceso.

gastos administrativos y de investigación y desarrollo no están aumentando con las ventas. Las tasas tributarias estatutarias bajan en este periodo y con ello frenan el crecimiento del gasto por impuestos. La rentabilidad aumenta porque el crecimiento en el margen bruto no se compensa con aumentos en los gastos.

Los estados de resultados reformulados de Campbell para los seis últimos años se presentan en la figura 11.1. Estos estados reformulados sustentan muchas de las observaciones reconocidas en esta sección. Los estados de resultados ajustados de Campbell para este mismo periodo se muestran en la figura 11.2. Los estados ajustados señalan una tendencia creciente en la utilidad neta del año 9 al año 10; esto contrasta con el ingreso registrado.

Figura CE.23

CAMPBELL SOUP COMPANY
Análisis de los gastos discrecionales

(Millones de dólares)	Año 11	Año 10	Año 9	Año 8	Año 7	Año 6
Ventas netas	$6 204.1	$6 205.8	$5 672.1	$4 868.9	$4 490.4	$4 286.8
Activos de planta (neto)*	1 406.5	1 386.9	1 322.6	1 329.1	1 152.0	974.1
Mantenimiento y reparaciones	173.9	180.6	173.9	155.6	148.8	144.0
Publicidad	195.4	220.4	212.9	219.1	203.5	181.4
Investigación y desarrollo (R&D)	56.3	53.7	47.7	46.9	44.8	42.2
Mantenimiento y reparaciones ÷ ventas	2.8%	2.9%	3.1%	3.2%	3.3%	3.4%
Mantenimiento y reparaciones ÷ planta	12.4	13.0	13.1	11.7	12.9	14.8
Publicidad ÷ ventas	3.1	3.6	3.8	4.5	4.5	4.2
R&D ÷ ventas	0.9	0.9	0.8	1.0	1.0	1.0

* Excluye terrenos y proyectos en proceso.

Pronósticos y valuación

El último paso en el proceso de análisis es pronosticar el desempeño financiero futuro. Las inferencias que se espera extraer de este análisis dependen de la perspectiva del analista. Por ejemplo, si la perspectiva es la de un acreedor de la compañía, lo que interesa son los pronósticos de los flujos de efectivo futuros, ya sea a corto o largo plazo, según la duración del contrato de crédito. Estos pronósticos del flujo de efectivo se derivan de la proyección del estado de resultados y el balance general de la compañía, como se explica en el capítulo 9. Si la perspectiva del análisis es la de un inversionista en acciones de la empresa, lo que interesa es la capacidad de ésta para realizar los beneficios de su plan estratégico. Específicamente, la atención se centra en si la compañía es capaz de generar utilidades residuales positivas en el futuro. Una vez más, se requieren los pronósticos del estado de resultados y el balance general.

La figura CE.24 reproduce los estados de resultados registrados de Campbell Soup en los años 6 a 11, junto con un pronóstico para el año 12. También se incluyen razones históricas seleccionadas y los supuestos en que se basa el pronóstico para el año 12. El proceso de Predicción comienza con las expectativas que se tienen del nivel de las ventas. El crecimiento de las ventas de Campbel ha sido sólido (4.75% a 16.5% por año) hasta el año 11, cuando las ventas bajaron ligeramente. Como los directivos de la empresa explican en la sección de Análisis y discusión de la gerencia (MD&A) (véase el apéndice A), la baja en las ventas puede atribuirse sobre todo a la desinversión (discontinuación) de varios negocios (líneas de productos). En ausencia de estos

Figura CE.24

CAMPBELL SOUP COMPANY
Estado de resultados pronosticado

(Millones de dólares)	Pronóstico para el año 12	Registrado Año 11	Año 10	Año 9	Año 8	Año 7	Año 6
Ventas netas	$6 514.3	$6 204.1	$6 205.8	$5 672.1	$4 868.9	$4 490.4	$4 286.8
Costo de los productos vendidos	4 494.9	4 095.5	4 258.2	4 001.6	3 392.8	3 180.5	3 082.7
Utilidad bruta	2 019.4	2 108.6	1 947.6	1 670.5	1 476.1	1 309.9	1 204.1
Gastos de marketing venta administrativos y R&D	1 385.2	1 319.2	1 324.9	1 118.6	1 012.8	884.9	782.5
Intereses y otros gastos	128.1	122.0	443.3	445.4	74.7	7.1	34.4
Utilidades antes de impuestos	506.2	667.4	179.4	106.5	388.6	417.9	387.2
Impuestos sobre utilidades	201.5	265.9	175.0	93.4	147.0	170.6	164.0
Pérdida (ganancia) acumulada del cambio de contabilidad	0.0	0.0	0.0	0.0	(32.5)	0	0
Utilidades netas	$ 304.7	$ 401.5	$ 4.4	$ 13.1	$ 274.1	$ 247.3	$ 223.2
Acciones en circulación	127.0	127.0	126.6	129.3	129.3	129.9	129.5
Razones seleccionadas							
Crecimiento de las ventas	5.00%	−0.03%	9.41%	16.50%	8.43%	4.75%	
Margen de utilidad bruta	31.00%	33.99%	31.38%	29.45%	30.32%	29.17%	
Gastos de venta, generales y administrativos/Ventas	21.26%	21.26%	21.35%	19.72%	20.80%	19.71%	
Gasto de depreciación/Activos de planta del año anterior (neto)	12.14%	12.14%	13.04%	12.74%	12.67%	12.38%	
Intereses y otros gastos/Ventas	1.97%	1.97%	7.14%	7.85%	1.53%	0.16%	
Impuestos sobre utilidades/Utilidades antes de impuestos	39.84%	39.84%	97.55%	87.70%	37.83%	40.82%	

efectos, la compañía señala que las ventas habrían crecido 4% en el año. El pronóstico de las ventas del año 12 se basa en un aumento esperado de 5%.

El margen de utilidad bruta de Campbell Soup se ha incrementado constantemente de 29% a 31% en el año 10. El margen de utilidad bruta en el año 11 aumento significativamente a 34%. La sección de MD&A no contiene ninguna explicación relativa a este aumento y 30-31% es más acorde con la historia reciente. Como resultado, se usa 31% como margen de utilidad bruta en el pronóstico. A continuación, el costo de los bienes vendidos se calcula como la diferencia entre las ventas y la utilidad bruta.

Los gastos de venta, generales y administrativos (SG&A) han permanecido prácticamente constantes en 20-21% de las ventas. En el pronóstico se usa 21.26%, el porcentaje más reciente. Los intereses y otros gastos han fluctuado mucho en el periodo en revisión, de 0.16% a 7.14% y, en fechas más recientes, 1.97% de las ventas. Esta categoría incluye gastos (ingresos) por intereses, ganancias (pérdidas) en el tipo de cambio de divisas, y partidas transitorias como los cargos de reestructuración y los gastos que resultan de las desinversiones. Esta última categoría fue particularmente grande en los años 9 y 10, y representó 6.0% y 5.4% de las ventas, respectivamente. En ausencia de estas partidas transitorias, los intereses y otros gastos habrían sido del orden de 2%. Puesto que no se tiene conocimiento de ningún gasto de reestructuración o desinversión planeados para el año 12, en la proyección se usa 1.97%, el porcentaje más reciente de las ventas.

Las ventas proyectadas menos los gastos proyectados producen el pronóstico de utilidades antes de impuestos. En seguida, se resta el gasto por Impuesto sobre las utilidades para llegar a la utilidad neta proyectada. El gasto de impuestos, como un porcentaje de la utilidad antes de impuestos, ha fluctuado mucho en el periodo en revisión, de 37.8% a 97.6% en el año 10. Los porcentajes altos de gasto de impuestos se deben por regla general a los gastos no deducibles en las utilidades registradas. Éstos incluyen los gastos de reestructuración que se acumulan para efectos de informes financieros, pero que no son deducibles para efectos de impuestos hasta que se pagan. Como resultado, es probable que los porcentajes más altos no sean realistas para las proyecciones y se usa 39.8%, la experiencia más reciente, para proyectar la utilidad neta del año 12.

La figura CE.25 reproduce los balances generales históricos de Campbell Soup para los años 6 a 11, junto con el pronóstico inicial para el año 12. Las cuentas por cobrar, los inventarios, las cuentas por pagar y las acumulaciones se proyectan con base en los índices de rotación más recientes (y los saldos de fin de año), así como en las proyecciones de las ventas y el costo de los bienes vendidos. Los índices de rotación de las cuentas por cobrar, por ejemplo, han fluctuado entre 9.94 y 14.34 veces, y el índice de rotación más reciente es 11.76. Se usa la rotación más reciente en el pronóstico y las cuentas por cobrar se pronostican usando las ventas proyectadas como sigue:

$$\text{Cuentas por cobrar proyectadas} = \frac{\text{Ventas proyectadas}}{\text{Índice de rotación}} = \frac{6\,514.3 \text{ dls.}}{11.76} = 553.8 \text{ dls.}$$

Otras cuentas del capital de trabajo se pronostican de manera semejante. Los gastos acumulados se proyectan usando las ventas y el índice de rotación de gastos acumulados de 15.18 para el año 11. Asimismo, los inventarios y las cuentas por pagar se proyectan usando el costo de los bienes vendidos y sus respectivos índices de rotación. Se supone que otros activos y pasivos circulantes son iguales a los del balance del año 11.

Se supone que la deuda a corto plazo es igual a la del balance del año 11. Los vencimientos corrientes de la deuda a largo plazo se proyectan usando las cantidades proporcionadas en la nota 19 al calce sobre la deuda a largo plazo. Campbell Soup informa que los vencimientos programados de la deuda a largo plazo ascienden a 227.7 millones de dólares en el año 12. Esta cantidad se incluye en el pasivo circulante del año 11. Los vencimientos proyectados de la deuda a largo plazo en el año 13 se registran en 118.9 millones de dólares, que representa una reducción de 108.8 millones de dólares. Como resultado, suponiendo que otra deuda a corto plazo permanecerá constante en los niveles del año 12, se proyecta que los vencimientos a corto plazo y corrientes de la cuenta de deuda a largo plazo se reducirán en 108.8 millones de dólares, de 282.2 millones de dólares en el año 11 a un nivel proyectado de 173.4 millones de dólares en el año 12.

Figura CE.25

CAMPBELL SOUP COMPANY
Balance general pronosticado

(Millones de dólares)	Pronóstico inicial para el año 12	Registrado Año 11	Año 10	Año 9	Año 8	Año 7	Año 6
Efectivo y equivalentes de efectivo	$ (99.4)	$ 178.9	$ 80.7	$ 120.9	$ 85.8	$ 145.0	$ 155.1
Cuentas por cobrar	553.8	527.4	624.5	538.0	486.9	338.9	299.0
Inventarios	775.6	706.7	819.8	816.0	664.7	623.6	610.5
Otros activos circulantes	105.5	105.5	140.5	126.6	125.5	330.4	270.2
Total del activo circulante	1,335.5	1,518.5	1,665.5	1,601.5	1,362.9	1,437.9	1,334.8
Activos de planta, neto, después de depreciación	1,963.8	1,790.4	1,717.7	1,540.6	1,508.9	1,349.0	1,168.1
Otros activos a largo plazo	840.1	840.1	732.4	790.0	737.8	310.5	259.9
Total del activo	$4,139.4	$4,149.0	$4,115.6	$3,932.1	$3,609.6	$3,097.4	$2,762.8
Cuentas por pagar a proveedores y otros	$ 529.4	$ 482.4	$ 525.2	$ 508.2	$ 446.7	$ 374.8	$ 321.7
Documentos por pagar	173.4	282.2	202.3	271.5	138.0	93.5	88.9
Pasivos acumulados	429.1	408.7	491.9	392.6	236.9	182.1	165.9
Impuesto sobre las utilidades acumulado	51.3	67.7	46.4	30.1	41.7	43.4	49.6
Dividendos por pagar	37.0	37.0	32.3	29.7	0	0	0
Total del pasivo circulante	1,220.3	1,278.0	1,298.1	1,232.1	863.3	693.8	626.1
Deuda a largo plazo	653.7	772.6	805.8	629.2	525.8	380.2	362.3
Impuesto sobre las utilidades diferido y otros pasivos	305.0	305.0	319.9	292.5	325.5	287.3	235.5
Total del pasivo	2,179.0	2,355.6	2,423.8	2,153.8	1,714.6	1,361.3	1,223.9
Acciones preferentes	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Acciones comunes	20.3	20.3	20.3	20.3	20.3	20.3	20.3
Superávit de capital	107.3	107.3	61.9	50.8	42.3	41.1	38.1
Utilidades retenidas y ajustes de conversión acumulados	2,103.2	1,936.2	1,716.8	1,777.9	1,907.6	1,721.5	1,528.9
Acciones de capital en tesorería	(270.4)	(270.4)	(107.2)	(70.7)	(75.2)	(46.8)	(48.4)
Total del capital de los accionistas	1,960.4	1,793.4	1,691.8	1,778.3	1,895.0	1,736.1	1,538.9
Total del pasivo y capital de los accionistas	$4,139.4	$4,149.0	$4,115.6	$3,932.1	$3,609.6	$3,097.4	$2,762.8
Rotación de cuentas por cobrar*	11.76	11.76	9.94	10.54	10.00	13.25	14.34
Rotación de inventarios*	5.80	5.80	5.19	4.90	5.10	5.10	5.05
Rotación de cuentas por pagar*	8.49	8.49	8.11	7.87	7.60	8.49	9.58
Rotación de acumulaciones	15.18	15.18	12.62	14.45	20.55	24.66	25.84
Impuestos por pagar/Gasto de impuestos	25.46%	25.46%	26.51%	32.23%	28.37%	25.44%	30.24%
Apalancamiento financiero (Activo total/Capital de los accionistas)	2.11	2.31	2.43	2.21	1.90	1.78	1.80
Dividendos pagados por acción	$ 1.083	$ 1.083	$ 0.982	$ 0.671	$ 0.81	$ 0.71	$ 0.81
Gastos de capital	390.9	361.1	387.6	284.1	245.3	303.7	235.3
Gastos de capital/Ventas	6.00%	5.82%	6.25%	5.01%	5.04%	6.76%	5.49%
Gastos de depreciación	217.4	208.6	200.9	192.3	170.9	144.6	126.8

*Calculado usando únicamente saldos finales.

La partida de Propiedad, planta y equipo se proyecta al nivel del balance del año anterior, más los gastos de capital proyectados y menos la depreciación. Los gastos de capital, como porcentaje de las ventas, han permanecido más o menos constantes en 5-6% de las ventas. En el pronóstico se usa 6%. Asimismo, el gasto de depreciación, como un porcentaje del saldo del año anterior de Propiedad, planta y equipo, ha fluctuado entre 12.14% (la cifra más reciente) y 13.04% (véase la figura CE.24). Se usa 12.14%, ya que esta cifra refleja las políticas de depreciación más recientes de la compañía.

Otros activos a largo plazo se proyectan al nivel del balance del año 11. Éstos están formados por activos intangibles, como el crédito mercantil, y otros activos diversos a largo plazo. En virtud de que el crédito mercantil ya no se amortiza, se usa el saldo del año anterior cuando no se tiene conocimiento de cambios esperados en otros activos a largo plazo.

La deuda a largo plazo se proyecta inicialmente al nivel de la deuda a largo plazo en el año 11, menos la parte que ahora se reconoce como vencimientos corrientes de la deuda a largo plazo en el pasivo circulante (118.9 millones de dólares). Una vez calculado el saldo inicial de efectivo, se ajusta con respecto a cualquier nuevo financiamiento que se requiera. Se supone que otra deuda a largo plazo permanecerá en los niveles del año 1.

Se supone que las acciones comunes, el excedente de capital y las acciones en tesorería permanecerán en los niveles del año 11. Las utilidades retenidas proyectadas son iguales a las del año 11, más la utilidad proyectada de 304.5 millones de dólares, menos los dividendos proyectados de 137.5 millones de dólares (el pago del año 11 fue de 1.083 dólares por acción para 127 millones de acciones en circulación).

Al establecer que el total del activo es igual al total del pasivo y restar el activo circulante pronosticado (excepto efectivo) y los activos a largo plazo, se obtiene un estimado negativo inicial del efectivo de (99.4 millones) de dólares. En seguida se suman 350 millones de dólares a la deuda a largo plazo, que representan el financiamiento que Campbell Soup requerirá con base en estas proyecciones. Esto produce un saldo de efectivo pronosticado de 250.6 millones de dólares, acorde con los niveles de efectivo de años anteriores. Además, la razón de apalancamiento (activo total/capital total) se proyecta a 2.29, más o menos igual al nivel del año 11. El pronóstico revisado del balance general se presenta en la figura CE.26.

Para concluir esta sección, se valoran las acciones comunes de Campbell Soup al año 11 y se usan los pronósticos para el año 12 y más allá de éste. El análisis de valuación se presenta en la figura CE. 27. Se usa un horizonte de Predicción de cinco años, que comienza con el año 12 pronosticado anteriormente y continúa a través del año 16. Se supone que el año 17 es el año terminal y el crecimiento de las ventas se proyecta a la tasa de inflación de ese periodo en adelante. Para simplificar el análisis, se proyectan sólo los cinco parámetros que se utilizan en el ejemplo de valuación del capítulo 9:

1. Crecimiento de las ventas.
2. Margen de utilidad neta (Utilidad neta/Ventas).
3. Rotación del capital de trabajo neto (Ventas/Capital de trabajo neto).
4. Rotación de activos fijos (Ventas/Activos fijos).
5. Apalancamiento financiero (Activos de operación/Capital)

El resumen del balance general y el estado de resultados comienza con el estimado para el año 12. Los años 13 a 17 se calculan usando los mismos incrementos de las ventas, margen de utilidad neta, capital de trabajo, rotación de activos fijos y apalancamiento que se usaron para el año 12. Por supuesto, estas cifras podrían modificarse si se contara con información que indicara un cambio esperado en uno o más de los parámetros pronosticados. Por último, se supone que el costo del capital en acciones es de 7%.[1]

El nivel esperado de las utilidades, con base en el capital inicial de los accionistas de 1 793 millones de dólares y un rendimiento de 7%, es de 126 millones de dólares. La utilidad neta pro-

[1] Según CAPM, con rendimientos de bonos gubernamentales a largo plazo de 5%, una beta para las acciones de Campbell Soup de 0.394, y una prima por riesgo de capital de 5%, el costo del capital en acciones es de 5% + (0.394 × 5%) = 6.97, o aproximadamente 7%.

Figura CE.26

CAMPBELL SOUP COMPANY

Balance general pronosticado final

(Millones de dólares)	Pronóstico final para el año 12	Pronóstico inicial para el año 12
Efectivo y equivalentes de efectivo	$ 250.6	$ (99.4)
Cuentas por cobrar	553.8	553.8
Inventarios	775.6	775.6
Otros activos circulantes	105.5	105.5
Total del activo circulante	1,685.5	1,335.5
Activos de planta, neto, después de depreciación	1,963.8	1,963.8
Otros activos a largo plazo	840.1	840.1
Total del activo	$4,489.4	$4,139.4
Cuentas por pagar a proveedores y otros	$ 529.4	$ 529.4
Documentos por pagar	173.4	173.4
Pasivos acumulados	429.1	429.1
Impuesto sobre las utilidades acumulado	51.3	51.3
Dividendos por pagar	37.0	37.0
Total del pasivo circulante	1,220.3	1,220.3
Deuda a largo plazo	1,003.7	653.7
Impuesto sobre las utilidades diferido y otros pasivos	305.0	305.0
Total del pasivo	2,529.0	2,179.0
Acciones preferentes	0.0	0.0
Acciones de capital	20.3	20.3
Superávit de capital	107.3	107.3
Utilidades retenidas y ajustes de conversión acumulados	2,103.2	2,103.2
Acciones de capital en tesorería	(270.4)	(270.4)
Total del capital de los accionistas	1,960.4	1,960.4
Total del pasivo y capital de los accionistas	$4,489.4	$4,139.4

nosticada para el año 12 es de 305 millones de dólares. Por lo tanto, las utilidades residuales se proyectan a 179 millones. Esta cifra se descuenta al presente con un factor de .89 (1/1.12), como se explica en el capítulo 9. Se pronostica el ingreso residual para cada año adicional y también se descuenta al presente. El ingreso residual del año terminal se trata como una perpetuidad a partir del año 17. El valor presente de esta perpetuidad también se descuenta. El valor presente acumulado del ingreso residual proyectado es de 5 193 millones de dólares (787 millones + 4 406 millones de dólares), los cuales, cuando se suman al valor inicial en libros de 1 793 millones, producen un valor del capital en acciones comunes de 6 987 millones de dólares, o 55.01 dólares por acción, con base en los 127 millones de acciones comunes en circulación.

El estimado de 55.01 dólares es considerablemente menor que el intervalo de precios de mercado de 72.38 dólares - 84.88 dólares para Campbell Soup en el cuarto trimestre del año 11, según se manifiesta en la nota 24. Es evidente que el mercado espera un desempeño más sólido que el que aquí se supone. Una posibilidad es el margen de utilidad bruta de la compañía. Se ha supuesto que el margen de utilidad bruta registrado de casi 34% en el año 11 es una aberración y que volverá a los niveles históricos de 31%. Si el mercado espera, en realidad, que los márgenes de utilidad bruta permanezcan en 34%, el margen de utilidad neta se incrementará en 1.8% después de impuestos a 6.47%. El estimado resultante del precio de las acciones es de 82.76 dólares por acción. Del mismo modo, es posible que el mercado esté pronosticando tasas de crecimiento mayores en las ventas, o mejoría creciente en las razones de rotación de activos.

Figura CE.15

CAMPBELL SOUP COMPANY
Valuación de las acciones comunes

	REGISTRADO		HORIZONTE PRONOSTICADO					TERMINAL
	Año 10	Año 11	Año 12	Año 13	Año 14	Año 15	Año 16	Año 17
Crecimiento de las ventas	9.43%	−0.03%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	3.50%
Margen neto de utilidad (Utilidad neta/Ventas)	0.07%	6.47%	4.67%	4.67%	4.67%	4.67%	4.67%	4.67%
Rotación del capital de trabajo neto (NWC)								
Ventas/Promedio de NWC	16.89	25.80	14.00	14.00	14.00	14.00	14.00	14.00
Rotación de activos fijos								
Ventas/Promedio de activos fijos	2.53	2.36	2.32	2.32	2.32	2.32	2.32	2.32
Total de activos netos de operación/Capital total	1.67	1.60	1.67	1.67	1.67	1.67	1.67	1.67
Costo del capital			7.0%					
(Millones de dólares)								
Ventas netas	$6,206	$6,204	$6,514	$6,840	$7,182	$7,541	$7,918	$8,195
Utilidades netas	4	402	305	320	336	353	370	383
Capital de trabajo neto	367	241	465	488	513	539	565	585
Activos a largo plazo	2,450	2,631	2,804	2,944	3,091	3,246	3,408	3,527
Total de activos de operación	2,818	2,871	3,269	3,433	3,604	3,784	3,974	4,113
Pasivo a largo plazo	1,126	1,078	1,309	1,374	1,443	1,515	1,591	1,646
Total del capital de los accionistas	1,692	1,793	1,960	2,058	2,161	2,269	2,383	2,466
Cálculo del ingreso residual								
Utilidad neta			$ 305	$ 320	$ 336	$ 353	$ 370	$ 383
Capital a principios de año			$1,793	$1,960	$2,058	$2,161	$2,269	$2,383
Rendimiento requerido del capital			7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%
Utilidades esperadas			$ 126	$ 137	$ 144	$ 151	$ 159	$ 167
Ingreso residual			$ 179	$ 183	$ 192	$ 201	$ 211	$ 216
Factor de descuento			0.93	0.87	0.82	0.76	0.71	
Valor presente del ingreso residual del horizonte			$ 167	$ 159	$ 156	$ 154	$ 151	
Valor presente acumulado del ingreso residual del horizonte		$ 787						
Valor presente del ingreso residual terminal		4,406						
Valor inicial en libros del capital		1,793						
Valor del capital		$6,987						
Acciones comunes en circulación (millones)		127						
Valor del capital por acción		$55.01						

Resumen de evaluación e inferencias

El análisis de este caso tomó en consideración todos los aspectos de los resultados de operación y la situación financiera de Campbell Soup Company. También se pronosticó el estado de resultados, el balance general, y el estado de flujos de efectivo de la compañía. Este tipo de análisis, modificado de acuerdo con la perspectiva del análisis, es valioso para tomar decisiones empresariales informadas. Aunque estos datos e información del análisis son indispensables, no bastan para llegar a decisiones definitivas. Esto se debe a que otros factores cualitativos y cuantitativos que no se incluyen en los estados financieros deben tomarse en cuenta en estas decisiones.

Puesto que las decisiones relativas a préstamos, inversiones, u otras derivadas del análisis empresarial requieren más información que la que proporciona el análisis contable y financiero, a menudo se resume el análisis y sus inferencias en un informe de análisis financiero. Este informe (véase la exposición presentada anteriormente en este capítulo) contiene las conclusiones más relevantes y destacadas del análisis, que dependen de la perspectiva de éste. En el resto de esta sección se presenta una lista breve de las principales conclusiones del análisis de Campbell Soup Company.

Liquidez a corto plazo

La evaluación de la liquidez a corto plazo de Campbell es heterogénea. Las razones del circulante y la prueba de ácido no se comparan favorablemente con las normas de la industria. Sin embargo, la posición de efectivo de Campbell se compara favorablemente con la industria, y los índices de rotación de cuentas por cobrar e inventarios son mejores que las normas de la industria. Además, el periodo de conversión de Campbell es mejor (menor) que el de la industria, y su posición de efectivo es fuerte, lo que permite usar el efectivo en actividades no de operación, como las adquisiciones y la cancelación de deuda.

Estructura del capital y solvencia

En los últimos años, Campbell ha transformado dinámicamente su estructura de capital en otra menos conservadora. Esta inferencia se saca de mediciones absolutas y comparativas con la industria. El total del pasivo representa aproximadamente 53% del financiamiento total, y el pasivo a largo plazo es igual a alrededor de la mitad del capital. Por el lado positivo, las razones de utilidades a gastos fijos y flujo de efectivo a gastos fijos son sólidas, con excepción de las razones de cobertura de las utilidades en los años 9 y 10 (debido a reestructuraciones). Estas razones sólidas implican buena protección de los acreedores de Campbell. La compañía también tiene la solidez para contratar deuda adicional y el mercado continúa asignando a Campbell una calificación crediticia superior (A).

Rendimiento del capital invertido

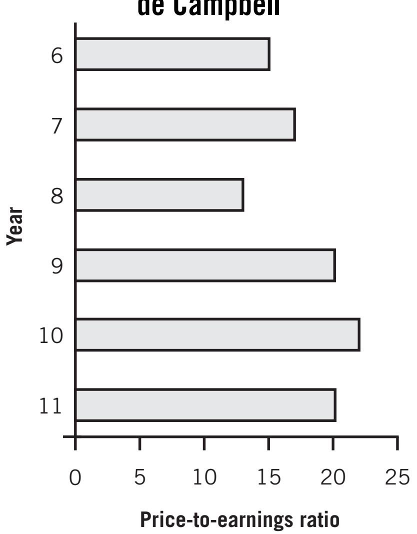
El rendimiento de los activos netos de operación de Campbell varía. En los años 7 y 8 es estable y se ubica entre 11 y 13%, respectivamente, pero en los años 9 y 10 disminuye a un mínimo de aproximadamente 4%, debido sobre todo a las desinversiones, las reestructuraciones y los cargos inusuales. En el año 11, el rendimiento de los activos netos de operación repunta a la respetable cifra de 16.77%, compuesta por 8.01% de margen de NOPAT y una rotación de activos netos de operación de 2.09. El rendimiento del capital común de Campbell es de 21.52% en el año 11. Este rendimiento también muestra caídas en los años 9 y 10 por las mismas razones que el rendimiento de los activos netos de operación. Un factor importante que afecta el rendimiento del capital común (además de los mismos componentes que comprenden los activos netos de operación) es el apalancamiento financiero. La razón de apalancamiento es igual a 0.589 en el año 11 y es más elevada que en los años anteriores, por causa sobre todo de una estructura de capital más riesgosa. Una conclusión favorable es el mayor índice de crecimiento del capital en acciones de Campbell durante el año 11, debido en gran parte a utilidades grandes y una tasa más alta de retención de las utilidades.

Rotación de activos (utilización/aprovechamiento)

La rotación de activos netos de operación de Campbell está aumentando. Aunque la rotación de efectivo y equivalentes de efectivo fluctúa de un año a otro, la rotación de cuentas por cobrar y la de inventarios de Campbell están mejorando y superan las normas de la industria. Estas mejoras se deben sobre todo a los esfuerzos de Campbell por reducir el capital de trabajo mediante, entre otras actividades, menos cuentas por cobrar e inventarios. No obstante, la rotación de activos se compara favorablemente con la industria pese a las rotaciones relativamente bajas del efectivo y los activos fijos.

Rendimiento de operación y rentabilidad

El margen de utilidad bruta de Campbell mejora constantemente y es superior al promedio de la industria. Sin embargo, el margen de utilidad neta no es tan sólido. Esto se debe principalmente al aumento en los gastos de operación y la incapacidad de la administración de Campbell para controlar estos gastos. Las actividades recientes indican que Campbell intenta adquirir mayor control sobre estos gastos.



Fuente: Figura CE.28

Mediciones financieras del mercado

En la figura CE.28 se presentan algunas mediciones financieras del mercado correspondientes a Campbell. Las primeras cuatro mediciones reflejan la valuación de mercado de las acciones de Campbell, mientras que la quinta (pago de dividendos) refleja la discrecionalidad de la administración. Las cifras de utilidades por acción de los años 9 y 10 se ajustan para excluir el efecto de las desinversiones, las reestructuraciones y los cargos inusuales. Aunque las utilidades por acción aumentan de 1.72 dólares en el año 6 a 3.16 dólares en el año 11 (véase la figura CE.2), el rendimiento de las utilidades se reduce en el mismo periodo debido las razones constantemente en aumento de precio a utilidades y precio a libros. Lo anterior se debe sobre todo a un fuerte mercado de acciones. Del mismo modo, aunque los dividendos por acción aumentan de 0.65 dólares en el año 6 a 1.12 dólares en el año 11, el rendimiento de los dividendos disminuye de 2.5% a 1.74% en el mismo periodo. Las bajas en el rendimiento de las utilidades y los dividendos son atribuibles principalmente a los aumentos constantes en las razones de precio a utilidades y precio a libros. Ambas razones reflejan la valoración y confianza del mercado en el desempeño anterior y esperado de Campbell. Este análisis muestra que el rendimiento de operación de Campbell es fuerte a pesar de las bajas temporales en los años 9 y 10.

Las razones altas de precio a utilidades y precio a valor en libros benefician a una empresa en varios sentidos. Entre otros, la capacidad de recaudar una cantidad determinada de capital mediante la emisión de menos acciones y la capacidad de usar las acciones comunes como medio de pago de las adquisiciones. Sin embargo, los aumentos en las valuaciones de las acciones exponen a los accionistas comunes existentes, pero en especial a los nuevos, a riesgos crecientes, incluido el de estancamiento o inversión de las valuaciones de las acciones. Esto ocurre porque, a diferencia de lo que sucede en las primeras etapas de un mercado alcista, los precios pueden desviarse en potencia de los fundamentos de la compañía para reflejar un impulso ascendente en el precio de las acciones. Considérese, por ejemplo, la diferencia entre el precio actual de mercado de Campbell Soup y el estimado obtenido en el análisis del caso. Cuando las valuaciones de las acciones reflejan este impulso en los precios, la experiencia indica que éste se pierde rápidamente una vez que la información sobre los fundamentos deja de sustentar el elevado precio de las acciones. La evaluación del impulso en los precios, aun cuando tan importante y crucial para

Figura CE.28

CAMPBELL SOUP COMPANY

Mediciones del mercado

	Año 11	Año 10*	Año 9*	Año 8	Año 7	Año 6
1. Precio a utilidades (intervalo)	27–14	26–18	29–12	16–11	19–14	20–10
2. Precio a libros (intervalo)	6.0–3.1	4.7–3.2	4.5–1.8	2.3–1.6	2.7–2.0	2.9–1.5
3. Rendimiento de las utilidades	4.91%	4.53%	4.91%	7.45%	6.20%	6.61%
4. Rendimiento de dividendos	1.74%	1.88%	2.08%	2.85%	2.32%	2.50%
5. Razón de pago de dividendos	35.44%	41.53%	42.45%	38.21%	37.37%	37.79%

Los cálculos para el año 11 se muestran aquí:

(1) Máximo y mínimo del año: Máximo, 84.88/3.16 = 27; Mínimo, 43.75/3.16 = 14 [véase la partida 184].
(2) Máximo y mínimo del año: Máximo, 84.88/14.12 = 6.0; Mínimo, 43.75/14.12 = 3.1 [véase la partida 185].
(3) Utilidades por acción/precio promedio de mercado = 3.16/[(84.88 + 43.75)/2] = 4.91%.
(4) Dividendo por acción/precio promedio de mercado = 1.12/64.32 = 1.74%.
(5) Dividendo por acción/utilidades por acción = 1.12/3.16 = 35.44%.

* Los resultados de los años 10 y 9 se presentan para las EPS antes de los efectos de las desinversiones, las reestructuración y los cargos inusuales de 2.33 dólares y 2.02 dólares por acción, respectivamente.

la inversión en acciones, no puede medirse por medio de las herramientas de análisis que aquí se presentan. Implica el estudio de las expectativas y los ciclos del mercado. La diferencia entre el rendimiento del capital invertido de Campbell y el rendimiento de la inversión de un inversionista en acciones se examina en el capítulo 8.

Uso del análisis de los estados financieros

El análisis de los estados financieros de Campbell Soup Company consta de dos partes principales: 1) análisis detallado y 2) resumen e inferencias. En el *informe del análisis,* el resumen y las inferencias (resumen ejecutivo) suelen anteceder al análisis detallado. La sección de análisis detallado está dirigida, por lo general, a un usuario específico. Por ejemplo, el funcionario de crédito bancario que tiene que decidir sobre una solicitud de préstamo a corto plazo de manera regular centra la atención en la liquidez a corto plazo y en el análisis y la Predicción de los flujos de efectivo. Un objetivo secundario del funcionario de préstamos es evaluar la estructura del capital y el rendimiento de operación. En relación con el comité de inversiones de una compañía de seguros, éste requeriría una perspectiva a más largo plazo. Esto implica que es necesario prestar más atención a la estructura del capital y la solvencia a largo plazo. El enfoque secundario es en el desempeño de operación, el rendimiento del capital invertido, la utilización de activos y la liquidez a corto plazo (en orden de importancia). Por último, el posible inversionista en acciones de Campbell tiene diversos intereses en todos los aspectos del análisis. El énfasis en cada área es diferente para este usuario, y el probable orden de prioridad es: desempeño de operación, rendimiento del capital invertido, estructura de capital, solvencia a largo plazo y liquidez a corto plazo. Un análisis competente de los estados financieros contiene una evaluación detallada y suficiente, junto con información e inferencias adecuadas, para permitir que varios usuarios lo utilicen con diferentes perspectivas.

PREGUNTAS

CE-1. Identifique y describa los seis elementos principales del análisis de los estados financieros. ¿Cuál es el paso inicial para aplicar los componentes esenciales a un análisis de estados financieros?

CE-2. ¿Qué tipo de investigación debe preceder al análisis de los estados financieros?

CE-3. ¿Cuáles son las implicaciones analíticas de reconocer que los estados financieros son una abstracción de las transacciones y eventos comerciales primarios de una compañía?

CE-4. ¿Qué conocimientos y técnicas analíticas adicionales debe aplicar el análisis de los estados financieros a las compañías que operan en industrias especializadas o reguladas?

CE-5. ¿Cuáles son los atributos de un buen informe del análisis financiero? ¿Qué secciones constituyen un informe completo del análisis financiero?

EJERCICIOS

EJERCICIO CE-1
Evaluación de razones financieras para determinar la razón precio a utilidades (PE)

Los siguientes datos financieros corresponden a dos fabricantes de bicicletas de montaña.

	AXEL	BIKE
Estructura del capital		
5%, pagarés a 20 años	$10 000 000	—
Capital en acciones	$20 000 000	$30 000 000
Número de acciones comunes	500 000	750 000
Utilidades por acción		
Año 6	$ 4.25	$ 3.00
Año 5	3.50	2.50
Año 4	2.25	1.67
Año 3	2.75	2.00
Año 2	1.70	1.95
Ventas (año 6)	30 000 000	30 000 000
Utilidad neta (año 6)	2 125 000	2 250 000

(continúa)

(concluye)

	AXEL	BIKE
Datos seleccionados del balance general al final del año 6		
Efectivo y equivalentes de efectivo	$ 3 000 000	$ 5 850 000
Cuentas por cobrar	5 000 000	3 750 000
Inventario	12 000 000	10 000 000
Total del activo circulante	20 000 000	19 600 000
Cuentas por pagar	4 000 000	3 500 000
Gastos acumulados	2 000 000	2 000 000
Impuestos por pagar	1 000 000	1 100 000
Total del pasivo circulante	7 000 000	6 600 000
Planta y equipo neto	13 000 000	15 900 000
Patentes neto	4 000 000	100 000

Se requiere:

Calcule y analice cada uno de los siguientes siete factores y razones. Por cada factor y razón, ¿los datos implican una razón PE superior, o inferior, para Axel, o para Bike?

a. Crecimiento en utilidades por acción.
b. Razón de apalancamiento financiero.
c. Rendimiento del capital común.
d. Utilidad neta como % de las ventas.
e. Razón del circulante, rotación de cuentas por cobrar, y ventas a planta y equipo.
f. Posición de patentes.
g. Rendimiento de activos a largo plazo

COMPROBACIÓN
Axel
a) 21%
b) 33%
g) 16.5%

(Adaptado de CFA)

EJERCICIO CE-2
Identificación de la clasificación industrial por los estados financieros empresariales

A continuación se presentan los estados financieros porcentuales condensados de empresas que operan en nueve industrias diferentes. Las nueve industrias representadas son:

a. Manufactura de tabaco
b. Productos farmacéuticos
c. Cuidados de la salud
d. Servicios públicos
e. Asesoría en inversiones
f. Cervecerías
g. Tiendas de abarrotes
h. Equipo de cómputo
i. Encuestas de opinión pública

Se requiere

Examine las relaciones en estos balances generales y estados de resultados y relacione las empresas (1) a (9) con las industrias *a*) a *i*). Quizá sea útil consultar las razones industriales publicadas.

BALANCES GENERALES DE EMPRESAS*

Cuenta	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	
Cuentas por cobrar a corto plazo		9.77%	19.20%	3.35%	25.96%	0.55%	8.10%	26.34%	17.38%	15.33%
Inventarios	6.22	14.87	5.18	0.00	7.91	20.11	31.69	0.00	0.00	
Planta y equipo, neto	224.39	28.20	51.20	24.52	6.94	26.25	31.36	88.97	3.19	
Otros activos	46.56	29.15	5.48	26.65	3.71	18.50	16.91	24.35	219.59	
Total del activo	286.94%	91.42%	65.21%	77.13%	19.11%	72.96%	106.30%	130.70%	238.11%	
Costo de planta y equipo, bruto		279.83%	39.06%	70.33%	35.78%	9.64%	39.31%	45.91%	106.64%	6.29%
Pasivo circulante	18.78%	22.70%	11.19%	29.92%	7.31%	13.31%	19.30%	19.33%	76.89%	
Pasivos a largo plazo	158.69	9.22	26.65	10.19	6.06	16.40	4.11	73.32	72.18	
Capital de los accionistas	109.47	59.50	27.37	37.02	5.74	43.25	82.89	38.05	89.04	
Total del pasivo y capital	286.94%	91.42%	65.21%	77.13%	19.11%	72.96%	106.30%	130.70%	238.11%	

*Todas las cifras se expresan como un porcentaje de los ingresos totales.

Estados de resultados de empresas

Cuenta	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
Ingresos	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
Costo de las ventas	49.50	31.11	67.48	63.29*	77.20	68.16	56.24	81.06*	16.55*
Gasto de depreciación	8.36	2.26	2.47	3.51	1.14	3.50	4.76	4.33	0.81
Gasto por intereses	8.81	1.14	2.03	0.47	0.59	1.26	0.31	4.04	10.75
Gasto de publicidad	0.00	2.39	4.82	0.12	3.89	6.97	3.86	0.00	6.24
Gasto de investigación y desarrollo	0.76	7.95	0.24	0.00	0.00	0.00	11.06	0.00	0.00
Impuesto sobre las utilidades	11.47	8.11	2.44	6.80	0.77	4.71	2.98	4.44	33.01
Todas las demás partidas (neto)	6.63	29.08	15.59	18.54	15.50	8.89	14.15	(0.46)	0.73
Total de gastos	85.53%	82.04%	95.07%	92.73%	99.09%	93.49%	93.36%	93.41%	68.09%
Utilidad neta	14.47%	17.96%	4.93%	7.27%	0.91%	6.51%	6.64%	6.59%	31.91%

* Las empresas (4), (8) y (9) mantienen cero inventarios, lo que significa que el costo de las ventas está compuesto principalmente por los gastos de operación.

PROBLEMAS

PROBLEMA CE-1
Análisis de la calidad del crédito

Anheuser-Busch Companies

A continuación se presentan razones financieras seleccionadas de i) S&P 400, ii) la industria cervecera, y iii) **Anheuser-Busch Companies** (BUD), para los años 2 a 6.

Se requiere:

a. Usando estas razones financieras, analice la posición relativa de crédito de:

1) La industria cervecera en comparación con el índice S&P 400.

2) Anheuser-Busch en comparación con la industria cervecera.

3) Anheuser-Busch en comparación con el índice S&P 400.

b. Usando estas razones financieras y el análisis efectuado en *a*), describa la posición actual de Anheuser-Busch y explique si ha habido algún cambio en la calidad crediticia de Anheuser-Busch en este periodo de cinco años.

	AÑO 2			AÑO 3			AÑO 4			AÑO 5			AÑO 6		
	S&P 400	Industria cervecera	BUD	S&P 400	Industria cervecera	BUD	S&P 400	Industria cervecera	BUD	S&P 400	Industria cervecera	BUD	S&P 400	Industria cervecera	BUD
Razón del circulante	1.5	1.3	1.1	1.5	1.4	1.2	1.5	1.3	1.1	1.4	1.5	1.2	1.4	1.4	1.0
Razón de liquidez	0.9	0.7	0.4	0.9	0.8	0.7	0.8	0.7	0.05	0.8	1.0	0.6	0.7	0.8	0.4
Deuda a largo plazo/Activo total (%)	24	21	25	23	18	22	25	15	18	26	15	17	27	17	19
Razón de deuda total (%)*	43	37	41	42	36	39	44	31	34	48	32	33	48	34	37
Razón de cobertura de intereses	4.0	7.2	12.2	4.6	7.5	12.7	4.8	7.6	13.3	4.2	10.1	14.9	3.6	11.0	9.8
Flujo de efectivo/Deuda a largo plazo (%)	54	52	43	61	70	55	65	84	71	57	88	79	51	80	73
Flujo de efectivo/Deuda total (%)*	23	29	26	25	35	32	25	39	38	20	40	40	20	38	38
Rotación total de activos	1.2	1.2	1.2	1.2	1.4	1.4	1.2	1.5	1.6	1.2	1.3	1.5	1.1	1.3	1.4
Margen de utilidad neta (%)	3.95	5.36	6.3	4.42	5.58	5.8	4.77	5.12	6.0	3.84	5.73	6.3	3.75	6.16	6.17
Rendimiento de activos (%)	4.64	6.46	7.4	5.10	7.98	8.0	5.80	7.47	8.7	4.41	7.66	8.7	3.97	7.90	8.89

*La deuda total se define como deuda a largo plazo más pasivo circulante.

PROBLEMA CE-2

Pronóstico de las utilidades futuras y análisis condicional (escenarios)

COMPROBACIÓN

a) Ingreso de operación, 812.58 dólares

c) 1. Incremento de 0.34 dólar/acción

Consulte los datos de los estados financieros de ABEX Chemicals, Inc., reproducidos en el caso 10-5.

Se requiere:

a. Prepare un pronóstico del ingreso total de operación de ABEX para el año 10. (*Sugerencia:* Remítase a los datos de Predicción de volumen, precio y costo.)

b. Identifique información adicional necesaria para preparar un pronóstico de las utilidades por acción (EPS) para el año 10, e identifique cinco fuentes principales de las que usted pueda obtener esta información (debe identificar las *fuentes principales* y no necesariamente las fuentes externas de la información necesaria).

c. Pronostique y explique los cambios incrementales en las utilidades por acción de ABEX con base en cada una de las siguientes dos situaciones independientes, sólo para la división petroquímica.

1) El precio del polietileno en el año 10 es 8% más alto que el que se indica en las estadísticas esenciales seleccionadas.

2) El volumen de producción y ventas de polietileno es 8% más alto que el que se indica en las estadísticas esenciales seleccionadas.

(Adaptado de CFA)

PROBLEMA CE-3

Análisis de inversión en bonos, análisis de razones y problemas financieros

Florida Gypsum Corporation

Usted es el gerente de una cartera de bonos de alto rendimiento de Solomon Group. Le preocupa la estabilidad financiera de **Florida Gypsum Corporation** (FGC), cuyos bonos representan una de las tenencias de la cartera *a mediados del año 6.* Los bonos en su posesión, obligaciones subordinadas preferentes a 13.25% con vencimiento en el año 16, se emitieron a valor a la par en el año 5, y actualmente tienen un precio en la cartera de 53. El personal de ventas de bonos de alto rendimiento no se siente muy optimista respecto a crear una demanda de ese nivel. FGC es un productor grande de productos de yeso, que representa aproximadamente una tercera parte de las ventas totales de yeso. La compañía también fabrica tejas para techo, masillas, selladores, adhesivos para pisos y paredes y otros productos especializados para la construcción.

En el año 5, FGC realizó una recapitalización apalancada de su balance general. Esto supuso pagar un dividendo cuantioso a los accionistas comunes financiado con varios nuevos financiamientos de deuda subordinada, incluidas las obligaciones a 13.25% que usted tiene en la cartera. El principal competidor de la empresa, American Gypsum, tiene un nivel alto de apalancamiento, después de su adquisición por una compañía canadiense grande. Debido a una baja en el mercado de la construcción residencial y comercial a partir del año 4, la demanda de cartón de yeso cayó hasta mediados del año 6. Sin embargo, la capacidad sigue expandiéndose a una tasa de casi 2% al año. Como resultado, la utilización de la capacidad ha disminuido a 85% actualmente, de 87% en el año 4 y un máximo histórico de 95% en los años 1 y 2. El precio del cartón de yeso, que alcanzó su máximo nivel en el año 2, ha disminuido posteriormente en más de 30%.

Para ayudarle a analizar las perspectivas de FGC, usted reúne varios datos financieros que se reproducen a continuación. El director de investigación de renta fija de Solomon Group le sugiere estudiar detenidamente las razones de liquidez a corto plazo y rendimiento de operación, específicamente la razón de liquidez, el índice de rotación de las cuentas por cobrar, el índice de los inventarios y el margen de utilidad de operación. Usted prepara las siguientes tablas y programa una reunión con el director para analizar lo que la empresa debe hacer con FGC.

FLORIDA GYPSUM CORPORATION

Razones seleccionadas de liquidez y rendimiento de operación

	AÑO TERMINADO EN		Seis meses terminados a
	Año 4	Año 5	mediados del año 6
Razón de liquidez (prueba de ácido	0.73	0.78	0.77
Rotación de cuentas por cobrar	8.9	8.1	7.4
Rotación de inventarios	11.4	12.4	13.3
Margen de utilidad de operación*	16.6%	13.3%	14.9%

*Calculado antes de intereses e impuestos.

Los datos de los estados financieros de Florida Gypsum Corporation incluyen lo siguiente:

FLORIDA GYPSUM CORPORATION
Balance Sheets

(Millones de dólares)	Fin del año 4	Fin del año 5	Mediados del año 6
Activos			
Activo circulante			
Efectivo y equivalentes de efectivo	$ 31.3	$ 250.0	$ 95.6
Cuentas por cobrar	274.1	278.3	320.4
Inventarios	144.1	124.6	128.4
Activos netos de operaciones discontinuas		415.1	20.4
Total del activo circulante	864.6	673.3	544.4
Propiedad, planta y equipo, neto	909.0	906.4	878.4
Crédito mercantil (goodwill) comprado	148.9	146.5	144.5
Otros activos	35.0	95.0	90.0
Total del activo	$1 957.5	$1 821.2	$1 657.3
Pasivos y capital de los accionistas			
Pasivo circulante			
Papel comercial y documentos por pagar	$ 38.3	$ 1.3	$ 1.6
Cuentas por pagar	141.6	125.4	125.2
Gastos acumulados	188.2	256.9	244.0
Otros pasivos circulantes	14.8	38.7	13.7
Parte corriente de la deuda a largo plazo	33.0	259.3	154.5
Total del pasivo circulante	415.9	681.6	539.0
Deuda a largo plazo	724.9	2 384.3	2 344.0
Impuesto sobre las utilidades diferido	194.1	206.2	212.6
Interés minoritario	12.8	20.0	22.0
Capital de los accionistas	609.8	(1 470.9)	(1 460.3)
Total del pasivo y capital	$1 957.5	$1 821.2	$1 657.3

FLORIDA GYPSUM CORPORATION
Estado de resultados

	AÑO TERMINADO EN		Seis meses terminados a mediados
(Millones de dólares)	Año 4	Año 5	del año 6
Ventas netas	$2 254.4	$2 248.0	$1 107.7
Costo de los bienes vendidos	(1 598.6)	(1 671.9)	(841.4)
Utilidad bruta	655.8	576.1	266.3
Gastos de venta y administrativos	(268.7)	(253.7)	(122.9)
Gasto por intereses	(69.2)	(178.3)	(148.9)
Ingreso por intereses	5.3	12.7	4.8
Recapitalización y gastos de reestructuración	(53.4)	(20.0)	—
Otros gastos neto	34.3	(15.9)	17.0
Utilidades antes de impuestos de operaciones continuas	304.1	120.9	16.3
Impuesto sobre las utilidades	(130.9)	(48.2)	(5.9)
Utilidades de operaciones continuas	$ 173.2	$ 72.7	$ 10.4

FLORIDA GYPSUM CORPORATION
Datos seleccionados del flujo de efectivo

(Millones de dólares)	AÑO TERMINADO EN Año 4	Año 5	Seis meses terminados a mediados del año 6
Flujo de efectivo de operaciones			
Utilidades de operaciones continuas	173.2 dls.	72.7 dls.	10.4 dls.
Depreciación, agotamiento y amortización	76.6	83.0	42.5
Gastos por intereses no en efectivo	—	19.1	22.3
Interés minoritario	13.2	9.1	4.0
Impuesto sobre las utilidades diferido	1.5	12.6	6.4
Otras partidas no en efectivo relacionadas con las operaciones	15.2	(6.1)	(11.7)
(Incremento) decremento en el capital de trabajo no en efectivo	43.8	91.8	(84.1)
Otros flujos de efectivo de operaciones	(24.0)	(62.0)	3.9
Total del flujo neto de efectivo de operaciones	$299.5	$220.2	$ (6.3)
Saldo líquido neto			
Efectivo y equivalentes de efectivo	$ 31.3	$250.0	$ 95.6
Menos documentos por pagar a corto plazo	(38.3)	(1.3)	(1.6)
Menos parte corriente de la deuda a largo plazo	(33.0)	(259.3)	(154.5)
Saldo líquido neto	$ (40.0)	$ (10.6)	$ (60.5)
Saldo líquido neto como porcentaje del activo total	(2.0)%	(0.6)%	(3.7)%

Se requiere:

a. El director de investigación de renta fija afirma posteriormente que las cuatro razones calculadas no revelan cambios importantes en la situación financiera de FGC. Explique las limitaciones de estas razones para evaluar la liquidez y el rendimiento de operación de una empresa como FGC.

b. Identifique por lo menos dos mediciones mejores de la liquidez a corto plazo y el rendimiento de operación de FGC. Calcule los valores de éstas y explique su tendencia en el periodo que abarca del año 4 a mediados del año 6. Explique por qué estas mediciones reflejan mejor la liquidez y el rendimiento de operación de FGC.

c. Con base en el análisis realizado en *b*) y en los antecedentes proporcionados, recomiende y justifique si debe usted tratar de vender los bonos de FGC, conservarlos o comprar más bonos de FGC.

COMPROBACIÓN
b) Examine: flujo de efectivo de operaciones, saldo líquido neto, razón de cobertura de intereses, ROA, ROCE

(Adaptado de CFA)

CASOS

CASO CE-1
Análisis financiero exhaustivo

Seleccione una empresa de una industria no regulada de la cual pueda obtener los estados financieros completos de por lo menos los últimos seis años.

Se requiere:

a. Resumen ejecutivo de la compañía y su industria.

b. Evaluación detallada de:
1) Liquidez a corto plazo (deuda corriente-capacidad de pago).
2) Pronóstico de efectivo y análisis pro forma.
3) Estructura del capital y solvencia.
4) Rendimiento del capital invertido.
5) Rotación de activos (utilización)
6) Rentabilidad y análisis del capital en acciones.

Nota: Se le sugiere emplear varias herramientas de análisis financiero para responder al inciso *b*). Su análisis debe generar inferencias para cada una de estas seis áreas.

c. Comente sobre la utilidad de los estados financieros de esta compañía para el análisis.

d. ¿Cómo afectaron sus mediciones analíticas los principios de contabilidad empleados en los estados financieros?

e. Prepare un pronóstico del estado de resultados, el balance general y el estado de flujos de efectivo para un horizonte a cinco años y un año terminal en el año 6.

f. Calcule el valor por acción de las acciones comunes de la compañía usando el análisis de valuación y los procedimientos descritos en el Caso exhaustivo.

CASO CE-2
Análisis financiero exhaustivo

En las siguientes páginas se presentan los estados financieros y las notas de ZETA Corporation.

Se requiere:

Responda a las siguientes preguntas y entregue los cálculos de sustento. Explique las cuentas y las cantidades usadas en cada análisis.

a. ¿Qué transacciones y acontecimientos explican el aumento de 7 000 dólares en el capital de los accionistas en el año 6?

b. La nota 6 aclara las "obligaciones de arrendamiento capitalizadas" por 1 000 dólares. ¿Qué cuentas aumentaron en el año 6 y en qué cantidades, para reflejar estos arrendamientos? Explique. ¿Cómo se reflejan estos arrendamientos en el estado de flujos de efectivo?

c. Use el análisis de cuentas T para determinar cuánto se paga de la deuda a largo plazo en el año 6. ¿Su respuesta concuerda con la cantidad registrada por ZETA?

COMPROBACIÓN
c) Se pagan 2 500 dólares

d. En la nota 1 se describe un cambio en los principios de contabilidad.

1) ¿Qué efecto tuvo este cambio de contabilidad en el balance general y el estado de resultados del año 6?

2) Describa los ajustes necesarios en el balance general y el estado de resultados del año 5 para una comparación eficaz del año 5 con el año 6.

3) ¿Cómo se registraría el "efecto acumulativo" de 1 000 dólares en un estado de flujos de efectivo (método directo)? (*Sugerencia:* Reconstruya las cuentas y cantidades afectadas para registrar el efecto de 1 000 dólares.)

e. En la nota 3 se describe la adquisición de TRO Company por parte de ZETA.

1) ¿Es TRO una entidad legal independiente al 31 de diciembre del año 6, o se fusionó con ZETA?

2) Indique el efecto que tuvo la adquisición de TRO Company al 31 de diciembre del año 6 (fecha de la adquisición) en el:

i. Balance general de ZETA.

ii. Balance general consolidado.

3) ¿Qué ingresos obtuvo TRO en el año 6?

COMPROBACIÓN
e) 3. 19 000 dólares

ZETA CORPORATION
Balance general consolidado
al 31 de diciembre de los años 6 y 5

(Miles de dólares)	Año 6	Año 5
Activos		
Activo circulante		
Efectivo	2 000 dls.	2 000 dls.
Cuentas por cobrar	25 000	20 000
Inventarios (notas 1 y 2)	56 000	38 000
Gastos prepagados	1 000	1 000
Total del activo circulante	84 000	61 000
Inversión en compañías asociadas	14 000	11 000
Propiedad, planta y equipo	61 000	52 000
Menos: depreciación acumulada	(23 000)	(19 000)
Propiedad, planta y equipo, neto	38 000	33 000
Crédito mercantil	2 000	—
Total del activo	138 000 dls.	105 000 dls.

(continúa)

(concluye)

(Miles de dólares)	Año 6	Año 5
Pasivo y capital de los accionistas		
Pasivo circulante		
Documentos por pagar a bancos	16 000 dls.	14 000 dls.
Cuentas por pagar y acumulaciones	29 000	23 000
Impuesto sobre las utilidades por pagar	7 000	2 000
Parte corriente de la deuda a largo plazo (nota 6)	2 000	1 000
Total del pasivo circulante	54 000	40 000
Deuda a largo plazo (nota 6)	25 000	15 200
Impuesto sobre las utilidades diferido (nota 5)	3 600	2 000
Interés minoritario	1 400	800
Capital de los accionistas (nota 7)		
Acciones comunes, valor a la par 5 dólares	5 500	5 000
Capital pagado	24 500	15 000
Utilidades retenidas	24 000	27 000
Total del capital de los accionistas	54 000	47 000
Total del pasivo y capital	138 000 dls.	105 000 dls.

ZETA CORPORATION

Estado de resultados consolidado

Para los años que finalizaron el 31 de diciembre del año 6 y el año 5

(Miles de dólares)	Año 6	Año 5
Ventas netas	186 000 dls.	155 000 dls.
Participación en ingresos (pérdida) de compañías asociadas	2 000	(1 000)
Gastos		
Costo de ventas	120 000	99 000
Gastos de venta y administrativos	37 000	33 000
Gasto por intereses	10 000	6 000
Total de costos y gastos	167 000	138 000
Ingreso antes de impuestos e interés minoritario	21 000	16 000
Gasto por Impuesto sobre las utilidades (nota 5)	10 000	7 800
Ingreso antes de interés minoritario	11 000	8 200
Interés minoritario	200	—
Ingreso de operaciones continuas	10 800	8 200
Operaciones discontinuas (nota 4)		
Operaciones, neto después de deducir impuestos	(1 100)	(1 200)
Pérdida en la venta, neto después de deducir impuestos	(700)	—
Ganancia (pérdida) total de operaciones discontinuas	(1 800)	(1 200)
Ingreso antes del efecto acumulado del cambio de contabilidad	9 000	7 000
Efecto acumulado del cambio de contabilidad, neto, después de deducir impuestos (nota 1)	1 000	—
Utilidad neta	10 000 dls.	7 000 dls.
Ingreso pro forma (el cambio de contabilidad se aplica retroactivamente):		
Ingreso de operaciones continúas	0 800 dls.	8 500 dls.
Operaciones discontinuas	(1 800)	(1 200)
Total de la utilidad neta pro forma	9 000 dls.	7 300 dls.

f. Con respecto a la partida del activo "Inversión en compañías asociadas":

1) Explique todos los cambios durante el año 6.
2) Identifique todos los efectos en el estado de flujos de efectivo relacionados con esta inversión.

g. Con respecto al "Interés minoritario" registrado en el balance general:

1) Explique todos los cambios durante el año 6.
2) Muestre cómo se relaciona esta cuenta con la partida del activo "Inversión en compañías asociadas".

h. Si se usa la valuación del método de inventario PEPS (FIFO) (en lugar de UEPS (LIFO)), ¿en cuánto aumentaría o disminuiría la utilidad neta del año 6?

COMPROBACIÓN
h) Aumento de 750 dólares

i. En la nota 4 se describen las "operaciones discontinuas":

1) ¿Qué cuentas (y cantidades) se afectan al 31 de octubre del año 6 para registrar la pérdida en la venta de estas operaciones?
2) ¿Qué efecto tuvo en el estado de flujos de efectivo la pérdida de 700 dólares en la venta de estas operaciones? (Identifique partidas y cantidades específicas.)
3) ¿Cómo debe registrarse la operación discontinuada y la pérdida de operación de 1 100 dólares en un estado de flujos de efectivo usando el sistema directo, suponiendo que se desee incluir estas operaciones en las entradas y salidas de efectivo?

j. ¿Cómo se refleja el crédito mercantil en el estado de flujos de efectivo del año 7 (el siguiente año)?

k. Explique todos los cambios durante el año 6 en la cuenta de Propiedad, planta y equipo, neto.

ZETA CORPORATION

Estado consolidado de flujos de efectivo

Para los años que finalizaron el 31 de diciembre del año 6 y el año 5

(Miles de dólares)		Año 6	Año 5
Efectivo proveniente de (usado para) operaciones			
Utilidad neta		10 000 dls.	7 000 dls.
Más (menos) ajustes a la base de efectivo:			
Depreciación		6 000	4 000
Impuesto sobre las utilidades diferido		1 600	1 000
Interés minoritario		200	—
Ingreso no distribuido de compañías asociadas		(1 400)	1 300
Pérdida de operaciones discontinuas		700	—
Aumento en las cuentas por cobrar (5 000 – 2 000†)		(3 000)	(2 400)
Aumento en inventarios (18 000 + 100* – 2 200†)		(15 900)	(6 000)
Aumento en gastos prepagados		—	(200)
Aumento en cuentas por pagar y acumulaciones (6 000 – 300* – 3 200†)		2 500	2 000
Aumento en Impuesto sobre las utilidades por pagar (5 000 + 700)*		5 700	1 000
Efectivo neto proveniente de (usado para) operaciones		6 400	7 700
Efectivo proveniente de (usado para) actividades de inversión			
Adiciones a Propiedad, planta y equipo		(6 500)	(5 800)
Adquisición de TRO Company (excluido efectivo por 4 200 dólares):			
Propiedad, planta y equipo	(6 000) dls.		
Crédito mercantil	(2 000)		
Deuda a largo plazo	4 800		
Interés minoritario	400		
Activo circulante (cuentas por cobrar e inventarios)	(4 200)		
Pasivo circulante	3 200	(3 800)	—
Inversión en compañías asociadas		(1 600)	—
Producto de la venta de equipo		500	—
Efectivo neto usado para actividades de inversión		(11 400)	(5 800)

(continúa)

(concluye)

(Miles de dólares)	Año 6	Año 5
Efectivo proveniente de (usado para) financiamiento		
Emisión de deuda a largo plazo	7 500	5 000
Reducción de la deuda a largo plazo	(1 500)	(1 000)
Dividendos pagados	(3 000)	(2 000)
Aumento (disminución) en documentos por pagar a bancos	2 000	(3 500)
Efectivo neto proveniente de (usado para) actividades de financiamiento	5 000	(1 500)
Incremento (decremento) neto en efectivo‡	$ 0	$ 400

* Ajustes de transacciones no en efectivo de operaciones discontinuas (véase la nota 4).

† Ajustes relacionados con la adquisición de TRO Co. (nota 3).

‡ Información complementaria sobre flujos de efectivo:

	Año 6	Año 5
Efectivo pagado para intereses	10 000	6 000
Efectivo pagado para Impuesto sobre las utilidades	2 600	4 800

Programa de actividades no en efectivo:
Arrendamiento de capital por 1 000 dólares, incurrido en el arrendamiento de equipo

ZETA CORPORATION

Notas a los estados financieros consolidados (miles de dólares)

Nota 1: Cambio en el principio de contabilidad

En el año 6, la empresa amplió su definición de los costos generales que se incluyen en la determinación de los inventarios para establecer una mejor correspondencia entre los costos y los ingresos. El efecto del cambio en el año 6 consiste en aumentar el ingreso de operaciones continuas en 400 dólares. El ajuste de 1 000 dólares (después de la reducción para Impuesto sobre las utilidades de 1 000 dólares) respecto al efecto acumulado en años anteriores se muestra en la utilidad neta para el año 6. Las cantidades pro forma muestran el efecto de la aplicación retroactiva del costo del inventario revisado, suponiendo que el nuevo método hubiera estado en vigor durante todos los años anteriores.

Nota 2: Inventarios

El precio de los inventarios se calcula al costo (principalmente con el método de determinación últimas entradas, primeras salidas [UEPS (LIFO)]) no superior al mercado de reposición. Si se hubiera usado la contabilidad basada en el método de inventario primeras entradas, primeras salidas (PEPS (FIFO)), los inventarios habrían sido 6 000 y 4 500 dólares más altos que los registrados al 31 de diciembre del año 6 y el año 5, respectivamente.

Nota 3: Adquisición de TRO Company

A partir del 31 de diciembre del año 6, la empresa compró la mayoría de las acciones comunes en circulación de TRO Company por 8 000 dólares en efectivo. El excedente del costo de adquisición sobre el valor justo de los activos netos adquiridos, 2 000 dólares, se registrará como crédito mercantil y no se amortizará. La siguientes información complementaria pro forma, sin auditar, muestra los resultados condensados de las operaciones como si TRO Company hubiera sido adquirida al 1 de enero del año 5.

	Año 6	Año 5
Ingresos brutos	205 000 dls.	172 000 dls.
Utilidad neta	10 700	7 400

Detalles de la adquisición (recursos y obligaciones asumidos):

Efectivo	$4 200
Cuentas por cobrar	2 000
Inventarios	2 200
Propiedad, planta y equipo	6 000
Deuda a largo plazo	4 800
Cuentas por pagar y acumulaciones	3 200

Nota 4: Operaciones discontinuas

Al 31 de octubre del año 6, el consejo de administración adoptó un plan para autorizar la venta de los activos y divisiones de su subsidiaria de propiedad entera, Zachary Corporation. La "pérdida de la venta" asciende a 700 dólares (neto, después de deducir créditos del Impuesto sobre las utilidades de 700 dólares) y se basa en el valor estimado realizable de los activos en venta más una provisión para costos de 300 dólares para seguir operando la empresa hasta su venta esperada a principios del año 7. La partida de Propiedad, planta y equipo se reduce en 1 000 dólares y los inventarios se reducen en 100 dólares a valor neto realizable. La provisión para costos de 300 dólares se incluye en "cuentas por pagar y acumulaciones" y se reduce a 200 dólares a finales de año. Las ventas netas de las operaciones que se discontinuarán ascienden a 18 000 dólares en el año 6 y 23 000 dólares en el año 5.

Nota 5: Impuesto sobre las utilidades

El gasto de Impuesto sobre las utilidades consta de lo siguiente:

	Año 6	Año 5
Corriente	8 400 dls.	6 800 dls.
Diferido	1 600	1 000
Total	10 000 dls.	7 800 dls.

Las tasas tributarias efectivas de 47.6% y 48.8% en los años 6 y 5, respectivamente, difieren de la tasa estatutaria federal del Impuesto sobre las utilidades de 50%, debido a créditos fiscales para investigación y desarrollo por 500 dólares en el año 6 y 200 dólares en el año 5. Los impuestos diferidos resultan del uso de los métodos de depreciación acelerada para efectos de declaración del Impuesto sobre las utilidades y el método en línea recta para los informes financieros.

Nota 6: Deuda a largo plazo

	Año 6	Año 5
Pagarés al 10% a inversionistas institucionales pagaderos en abonos anuales de 900 dólares hasta el año 10	$13 000	$13 900
Pagarés sin garantía a bancos, interés 1% sobre tasa prima	4 000	—
Obligaciones de arrendamientos capitalizados, pagaderos al año 9 con una tasa de interés promedio de 8%	1 000	—
Pagaré subordinado a 11% a pagar en abonos anuales de 500 dólares, del año 7 al año 16	5 000	—
Otras hipotecas y pagarés	4 000	2 300
	27 000	16 200
Menos vencimientos corrientes	2 000	1 000
Total de la deuda a largo plazo	$25 000	$15 200

Los diferentes contratos de préstamo imponen ciertas restricciones a la empresa, incluido el pago de dividendos en efectivo sobre las acciones comunes, y requieren el mantenimiento de capital de trabajo, según se define, de no menos de 18 000 dólares. Aproximadamente 10 000 dólares de las utilidades retenidas están disponibles para el pago en efectivo de los dividendos sobre las acciones comunes al 31 de diciembre del año 6. La corporación celebró varios contratos de arrendamiento de equipo a largo plazo, no cancelables, durante el año 6, que se han capitalizado para efectos de los informes financieros. No hay otros contratos de arrendamiento importantes.

Nota 7: Capital de los accionistas

La corporación tiene 5 millones de acciones comunes autorizadas con valor a la par de 5 dólares. Había 1 millón de acciones en circulación al 31 de diciembre del año 5, y esta cifra se incrementó en un dividendo de 10% pagadero en acciones comunes durante el año 6. Los cambios en las utilidades retenidas son los siguientes.

	Año 6	**Año 5**
Saldo inicial	$ 27 000	$22 000
Más utilidad neta	10 000	7 000
Menos dividendos en efectivo	(3 000)	(2 000)
Menos dividendo de 10% en acciones	(10 000)	—
Saldo final	$ 24 000	$27 000

CASO CE-3

Análisis exhaustivo de inversiones en acciones

Coca-Cola Company
Coca-Cola Enterprises

El Comité de política de la compañía donde usted trabaja decide cambiar las estrategias de inversión. Este cambio supone un aumento en la exposición a las acciones de grandes empresas productoras de bienes de consumo, dominadas por marcas líderes. El comité decide optar por la industria de refrescos, específicamente **Coca-Cola Company** (KO) y **Coca-Cola Enterprises** (CEE) reúnen los requisitos como posibles compras de la cartera de la compañía. Como experto en la industria de bebidas de la empresa, usted debe preparar un análisis financiero de estos dos productores de refrescos.

KO es propietaria de las marcas incluidas en su amplia gama de productos. Sus campañas de marketing se centran en la publicidad mundial que promueve estos refrescos. KO fabrica principalmente el extracto con que se elabora el refresco. El proceso de producción requiere sólo materias primas de bajo costo e inversión en activos fijos relativamente limitada. El extracto es barato de enviar y requiere una cantidad limitada de plantas productoras en el mundo. La posición de KO como productor líder de extractos para refrescos está protegida por el carácter técnico de su proceso de manufactura, la fórmula restringida de su producto, y los nombres de marcas muy sólidos, establecidos desde hace más de un siglo de operaciones. La competencia se limita en esencia a un competidor, PepsiCo. KO no realiza prácticamente ninguna función directa en la fabricación y distribución estadounidenses fuera de la producción del extracto del refresco.

El negocio de CCE también está dominado por los refrescos. CCE compra extracto a KO y lo transforma en productos completos que se venden en una amplia variedad de puntos de venta al menudeo en todo el territorio de Estados Unidos. Este sistema costoso y complejo de producción y distribución requiere cientos de plantas y almacenes, así como miles de vehículos. Las campañas de marketing prestan atención especial a la promoción local. La competencia está formada por un gran número de compañías organizadas de manera semejante y altamente automatizadas que también producen refrescos a partir de extractos. A continuación se presentan algunos estados financieros y notas de estas dos compañías:

Consolidated Balance Sheets
December 31, Year 8

(Millones de dólares)	Coca-Cola Company (KO)	Coca-Cola Enterprises (CCE)
Activos		
Activo circulante		
Efectivo y equivalentes de efectivo	$1 231	$ —
Cuentas comerciales por cobrar	627	294
Inventarios	779	125
Otros activos circulantes	608	69
Total del activo circulante	3 245	488
Otras inversiones		
Inversiones en filiales	1 912	—
Otras	478	66
Total de otras inversiones	2 390	66
Activos fijos		
Terrenos	117	135
Planta y equipo	2 500	1 561
Otros	293	42
Total de activos fijos	2 910	1 738
Menos: depreciación acumulada	(1 150)	(558)
Total de activos fijos, neto	1 760	1 180
Crédito mercantil (goodwill)	56	2 935
Total del activo	$7 451	$4 669
Pasivo y capital contable		
Pasivo circulante		
Deuda a corto plazo	$1 363	$ 148
Cuentas por pagar	1 081	402
Otros pasivos circulantes	425	—
Total del pasivo circulante	2 869	550
Deuda a largo plazo	761	2 062
Impuesto sobre las utilidades diferido	270	222
Otros pasivos a largo plazo	206	27
Capital de los accionistas		
Acciones preferentes	300	250
Acciones comunes	3 045	1 558
Total del capital de los accionistas	3 345	1 808
Total del pasivo y capital	$7 451	$4 669

Estados de resultados consolidados del año 8

(Millones de dólares, salvo los datos por acción)	Coca-Cola Company (KO)	Coca-Cola Enterprises (CCE)
Ingresos	$8 338	$3 874
Costo de los bienes vendidos	(3 702)	(2 268)
Utilidad bruta	4 636	1 606
Gastos de venta y administrativos	(3 038)	(1 225)
Provisión para reestructuración	—	(27)
Utilidad de operación	1 598	354
Gasto por intereses	(231)	(211)
Ganancia de la venta de operaciones	—	104
Participación en el ingreso de filiales	48	—
Otros ingresos	167	21
Ingreso antes de impuestos	1 582	268
Impuesto sobre las utilidades	(538)	(115)
Utilidad neta	$1 044	$ 153
Dividendos preferentes en efectivo	(6)	(10)
Ingreso disponible para acciones comunes	$1 038	$ 143
Utilidades por acción	$ 2.85	$ 1.03

Datos extraídos de las notas al pie de los estados financieros

Coca-Cola Company (KO)

1. Ciertos inventarios de refrescos y cítricos se valoran con el método de últimas entradas, primeras salidas (UEPS (LIFO)). El excedente de costos corrientes sobre los valores determinados por UEPS (LIFO) asciende a aproximadamente 30 millones de dólares al 31 de diciembre del año 8.
2. El valor de mercado de las inversiones de la compañía en acciones de empresas que se negocian en el mercado bursátil, superan el valor neto en libros de la compañía al 31 de diciembre del año 8 en aproximadamente 291 millones de dólares.
3. lLa empresa es responsable al mismo tiempo de garantías de empréstitos que adeudan algunos de sus permisionarios y otros, que suman en total aproximadamente 133 millones de dólares al 31 de diciembre del año 8.
4. Los activos del plan de pensiones ascienden a un total de 496 millones de dólares. La obligación proyectada por la prestación de todos los planes asciende en total a 413 millones de dólares.

Coca-Cola Enterprises (CCE)

1. El costo del inventario se calcula principalmente con el método de últimas entradas, primeras salidas (UEPS (LIFO)). Al 31 de diciembre del año 8, la reserva UEPS (LIFO) es de 2 077 000 dólares.
2. En diciembre del año 8, la compañía recompra al contado varias emisiones de bonos en circulación. Estas transacciones producen una ganancia antes de impuestos de aproximadamente 8.5 millones de dólares.
3. La compañía alquila espacio de oficinas y almacenes, así como maquinaria y equipo bajo contratos de arrendamiento. Al 31 de diciembre del año 8, los pagos mínimos de arrendamiento en el futuro, según los contratos de arrendamiento de operación no cancelables, son los siguientes (miles de dólares):

Año 9	11 749 dls.
Año 10	8 436
Año 11	6 881
Año 12	4 972
Año 13	3 485
Último Año	11 181
Total	46 704 dls.

4. Los activos del plan de pensiones ascienden en total a 197 millones de dólares. La obligación total proyectada por la prestación de todos los planes es de 151 millones de dólares.

Razones financieras seleccionadas*

Para el año 8

	Coca-Cola Company (KO)	Coca-Cola Enterprises (CCE)
Rendimiento de activos	0.16	0.06
Razón de deuda total	0.55	0.61
Margen de utilidad neta	0.13	0.04
Rotación de cuentas por cobrar	13.30	13.18
Rotación de Propiedad, planta y equipo	4.74	3.28
Rendimiento del capital común	0.34	0.09
Razón del circulante	1.13	0.89
Rotación de inventarios	4.75	18.14
Deuda de largo plazo a capital	0.23	1.14
Margen de utilidad bruta	0.56	0.41
Razón de la prueba de ácido	0.65	0.53
Rotación de activos	1.12	0.83
Razón de cobertura de intereses	7.85	2.27

*Para efectos de simplificación, las razones se calculan usando datos de fin de año en lugar de datos promedio del año 8 cuando resulta apropiado.

Se requiere:

Use *sólo* la información financiera reproducida aquí para responder a las preguntas *a*) y *b*).

a. El análisis comparativo de estas dos empresas de refrescos exige el uso de las razones registradas. Usted identifica cuatro áreas principales de comparación en el análisis:

1) Liquidez a corto plazo.
2) Estructura del capital y solvencia.
3) Utilización de activos.
4) Rentabilidad.

Explique las diferencias entre KO y CCE con respecto a cada una de estas cuatro áreas.

b. Usando la información de los estados financieros, identifique *cinco* ajustes a los estados financieros que en su opinión mejoren la comparabilidad y la utilidad para efectos del análisis financiero. En cuanto a cada uno de los cinco ajustes, explique los efectos de dichos ajustes en la respuesta que proporcione en *a*).

(Adaptado de CFA)



APÉNDICE A

ESTADOS FINANCIEROS

El apéndice A contiene partes seleccionadas y adaptaciones tomadas de los formularios 10-K (informes anuales) de dos empresas: Dell y Campbell Soup. En varios ejemplos y tareas de los capítulos se remite a esta información.

Dell Inc.

DISCUSIÓN Y ANÁLISIS DE LA ADMINISTRACIÓN DE LA EMPRESA RESPECTO A LA SITUACIÓN FINANCIERA Y LOS RESULTADOS DE OPERACIÓN

Visión general

Dell –mediante su modelo de negocios directo– diseña, desarrolla, fabrica, comercializa, vende y respalda desde el punto de vista técnico una amplia gama de sistemas de cómputo y servicios que se adaptan a la medida de las necesidades del cliente. Éstos incluyen sistemas empresariales (servidores, almacenamiento, estaciones de trabajo y redes), sistemas cliente (sistemas de cómputo portátiles y de escritorio), sistemas de impresión e imagen, software y periféricos, así como servicios globales. Dell comercializa y vende sus productos y servicios directamente a sus clientes, que incluyen cuentas de empresas grandes, gobierno, sector salud, y educación, así como pequeñas y medianas empresas y clientes particulares. Dell realiza operaciones en todo el mundo y se administra con base en tres segmentos geográficos: las regiones de América, Europa y Pacífico asiático-Japón. Dentro de la región de América, Dell se subdivide, además, en el área de empresas y el área de consumidores de Estados Unidos.

La siguiente tabla resume los resultados consolidados de las operaciones de Dell en los últimos tres ejercicios fiscales:

	EJERCICIO FISCAL FINALIZADO EL				
(Millones de dólares)	**28 de enero de 2005**	**Cambio porcentual**	**30 de enero de 2004**	**Cambio porcentual**	**31 de enero de 2003**
Utilidad neta	$49 205	19%	$41 444	17%	$35 404
Margen bruto	$ 9 015	19%	$ 7 552	19%	$ 6 349
% de los ingresos netos	18.3%		18.2%		17.9%
Gastos de operación	$ 4 761	19%	$ 4 008	14%	$ 3 505
% de los ingresos netos	9.7%		9.7%		9.9%
Ingreso de operación	$ 4 254	20%	$ 3 544	25%	$ 2 844
% de los ingresos netos	8.6%		8.6%		8.0%
Provisión para impuestos antes del cargo de repatriación	$ 1 122		$ 1 079		$ 905
% del ingreso antes de impuesto sobre las utilidades	25.2%		29.0%		29.9%
Cargo de repatriación fiscal	$ 280		$ —		$ —
% del ingreso antes de impuesto sobre las utilidades	6.3%		—		—
Provisión para el pago del impuesto sobre las utilidades	$ 1 402		$ 1 079		$ 905
% del ingreso antes de impuesto sobre las utilidades	31.5%		29.0%		29.9%
Utilidad neta	$ 3 043	15%	$ 2 645	25%	$ 2 122
% de los ingresos netos	6.2%		6.4%		6.0%

Durante el ejercicio fiscal de 2005, Dell mantuvo su posición como el proveedor mundial número uno de computadoras personales por medio de un rendimiento continuo que sobrepasó al de la industria. Los embarques consolidados de Dell por unidad neta aumentaron 21%, ya

que la empresa aumentó su participación en las ventas mundiales de computadoras personales en 1.1 puntos porcentuales durante el año calendario a 17.8%. Los ingresos netos consolidados aumentaron 19% a 49 200 millones de dólares durante el ejercicio fiscal 2005, situación en la que el sólido desempeño internacional de Dell fue uno de los principales factores que impulsaron este crecimiento, al mismo tiempo que la empresa ampliaba su posición número uno en Estados Unidos. Durante el ejercicio fiscal de 2005, los costos de los componentes continuaron reduciéndose a un ritmo moderado que fue relativamente comparable con el del ejercicio fiscal 2004. Dell utilizó estas reducciones en los costos para trasladar los ahorros en costos a sus clientes y mejorar el margen de utilidad bruta a 18.3% para el año. Dell centró la atención en equilibrar el crecimiento y la rentabilidad, lo que produjo cifras récord de operación e ingreso neto por 4 300 y 3 000 millones de dólares, respectivamente. El ingreso neto en el ejercicio fiscal 2005 incluye un cargo de repatriación fiscal de 280 millones de dólares, de conformidad con un incentivo fiscal favorable que brinda la ley estadounidense para la creación de empleos de 2004. Este cargo fiscal se relaciona con la decisión de Dell de repatriar 4 100 millones de dólares en utilidades obtenidas en el extranjero. El eficiente modelo de negocios directo de Dell y el ciclo de conversión del efectivo han permitido a la empresa generar flujos de efectivo anuales de las actividades de operación que de ordinario superan el ingreso neto. Durante el ejercicio fiscal de 2005, Dell continuó produciendo una liquidez fuerte con un flujo de efectivo récord de operaciones de 5 300 millones de dólares y terminó el año con cifras récord de efectivo e inversiones de 14 100 millones de dólares.

El objetivo de Dell es maximizar el valor de los accionistas y, al mismo tiempo, mantener el equilibrio entre los tres principales indicadores financieros: liquidez, rentabilidad y crecimiento. La estrategia de Dell combina su modelo de negocios directo con una organización de administración de la cadena de fabricación y oferta altamente eficiente y una atención particular a las tecnologías basadas en estándares. El modelo de negocios de Dell proporciona a la empresa un flujo constante de información acerca de las tendencias en los planes y necesidades de los clientes. Estas tendencias han mostrado un mayor uso de tecnologías basadas en estándares, así como la propensión a la estandarización de los servicios. A diferencia de las tecnologías patentadas que promueven algunos de los principales competidores de Dell, las tecnologías basadas en estándares ofrecen flexibilidad y variedad a los clientes, al tiempo que les permiten basar sus decisiones de compra en el rendimiento, el costo y la atención al cliente. La estrategia de negocios de Dell sigue centrándose en los clientes empresariales de la compañía y en ampliar sus capacidades en ese grupo de productos. Dell también se está expandiendo hacia los productos electrónicos de consumo, como los televisores de plasma, sin descuidar su posición de liderazgo en computadoras de escritorio y portátiles. La ejecución superior de Dell en todas sus ofertas de productos y servicios se ha demostrado en los progresos registrados en las calificaciones de satisfacción de los clientes durante el año, que es uno de los indicadores principales del desempeño de la compañía.

La administración está convencida de que existen oportunidades de crecimiento para Dell, a medida que el uso de las tecnologías basadas en estándares se incremente y la empresa aumente su presencia en las regiones geográficas donde ya opera, se expanda hacia nuevas regiones y aproveche las oportunidades para ir en busca de otros productos y servicios. Durante el año, Dell inauguró nuevas plantas en Estados Unidos, Canadá, India y El Salvador y espera continuar con su expansión internacional en los años venideros. La inversión de Dell en oportunidades de crecimiento internacional contribuyó al aumento en los ingresos de fuera de Estados Unidos, como un porcentaje de los ingresos netos consolidados, de 36% en el ejercicio fiscal 2004 a 38% durante el ejercicio fiscal 2005.

Aunque el ambiente competitivo de la actualidad sigue siendo difícil, la administración cree que ha habido una mejoría constante en el gasto en tecnología desde finales del ejercicio fiscal 2004. La administración espera que el entorno de precios competitivos siga siendo demandante, y también espera seguir reduciendo los precios según sea necesario en respuesta a las condiciones económicas y competitivas en el futuro. La administración también se ha centrado en atraer y conservar personal clave, así como en seguir invirtiendo en la infraestructura de tecnología informática global de la empresa para hacer frente a los desafíos que podrían presentarse con el rápido crecimiento internacional de Dell y la mayor complejidad de la oferta de productos y servicios de la compañía.

Resultados de las operaciones

Ingresos netos

Durante el ejercicio fiscal 2005, la estrategia y ejecución de Dell amplió la posición mundial número uno de la compañía en el año calendario. Dell produjo un ingreso neto de 49 200 millones de dólares en el ejercicio fiscal 2005, en comparación con los 41 400 millones de dólares del ejercicio fiscal 2004 y los 35 400 millones de dólares del ejercicio fiscal 2003. Los incrementos año tras año en el ingreso neto durante los ejercicios fiscales 2005 y 2004 se basaron en un fuerte crecimiento unitario en la mayoría de las regiones y las líneas de productos. Específicamente, los segmentos de Europa y Pacífico asiático-Japón de Dell produjeron un crecimiento en ingresos superior a 25% durante el ejercicio fiscal 2005, mientras que las computadoras portátiles produjeron un crecimiento de los ingresos consolidados de 24%. Durante el ejercicio fiscal de 2005, el crecimiento neto por unidad de Dell continuó superando el crecimiento de la industria, ya que los embarques consolidados netos de unidades aumentaron 21% mientras que el total de la industria de computadoras personales aumento sólo 15% en ese año calendario. Durante el ejercicio fiscal de 2004, Dell produjo un crecimiento neto en unidades de 26%, en tanto que la industria de computadoras personales aumentó sólo 12% en ese año calendario.

Durante el ejercicio fiscal 2005, la administración siguió concentrándose en los clientes empresariales de Dell. El ingreso neto por los sistemas empresariales aumentaron 16 y 31% durante los ejercicios fiscales 2005 y 2004, respectivamente; el crecimiento en el ejercicio fiscal 2005 se debió principalmente al crecimiento de 18% en los servidores. Dell ganó una participación de 1.5 puntos porcentuales en envíos de servidores x86 (basados en la arquitectura estándar de Intel) y mejoró su posición número dos a 24.8% en el año calendario 2004. La sociedad de cuatro años entre Dell y EMC Corporation, así como la atención continua por parte de la administración en los productos de red de área de almacenamiento Dell/EMC de mediano alcance ("Storage area network, SAN"), produjo crecimiento año tras año en los ingresos por Clariion de 41% durante el ejercicio fiscal 2005. Sin embargo el crecimiento de los ingresos totales por los productos de almacenamiento externo, que fue de 16% durante el ejercicio fiscal 2005, fue inferior al crecimiento del ejercicio fiscal 2004 de 58%. El índice mayor de crecimiento durante el ejercicio fiscal 2004 se debió, en parte, a la base relativamente baja de ingresos por productos de almacenamiento en el ejercicio fiscal 2003. Además, el índice de crecimiento en el ejercicio fiscal 2005 se redujo debido a un cambio de producto planeado, relacionado con el interés mayor de Dell en aumentar su negocio de productos SAN de mediano alcance. Este cambio de producto incluyó el lanzamiento de la matriz de almacenamiento AX100 de Dell/EMC durante el segundo trimestre del ejercicio fiscal 2005 para satisfacer la demanda de empresas más pequeñas.

En sistemas cliente, Dell continúa capitalizando el crecimiento de la computación móvil por medio de las computadoras portátiles tipo "notebook", que produjeron un crecimiento unitario neto superior a 30% en los ejercicios fiscales 2005 y 2004. Este crecimiento unitario neto se vio compensado en parte por una disminución de 9% en el promedio de ingresos por unidad vendida durante el ejercicio fiscal de 2005, lo que produjo un crecimiento del ingreso neto por computadoras portátiles de 24% en este espacio altamente competitivo. Durante el ejercicio fiscal 2004, el promedio de ingresos por unidad vendida en el ramo de computadoras portátiles disminuyó 13%. Las computadoras portátiles de Dell siguen registrando índices de crecimiento mayores que las computadoras de escritorio, ya que las tendencias de los consumidores se inclinan cada vez más hacia la computación móvil. El grupo de productos para escritorio de Dell produjo un crecimiento unitario neto y de ingresos de 17% durante el ejercicio fiscal de 2005. En el ejercicio fiscal 2004, las computadoras de escritorio produjeron crecimiento unitario neto y de ingresos de 23 y 11%, respectivamente.

Dell continúa ampliando su oferta de servicios con un crecimiento en los ingresos por servicios ampliados de 35 y 37% durante los ejercicios fiscales 2005 y 2004, respectivamente. Además, el renglón de software y periféricos, que incluye la línea de negocios de impresión e imagen de Dell que se lanzó al mercado a principios del ejercicio fiscal 2004, continuó contribuyendo al negocio central de Dell con crecimiento en ingresos durante los ejercicios fiscales de 2005 y 2004 de 35 y 27%, respectivamente. El crecimiento de la línea de impresión e imagen de Dell ha sido

especialmente fuerte con más de cinco millones de impresoras de la marca Dell enviadas durante el ejercicio fiscal 2005.

La siguiente tabla resume el ingreso neto de Dell y la participación anual en las ventas de computadoras personales por segmento del informe en cada uno de los tres últimos ejercicios fiscales:

	EJERCICIO FISCAL FINALIZADO EL				
(Millones de dólares)	28 de enero de 2005	Cambio	30 de enero de 2004	Cambio	31 de enero de 2003
Ingresos netos					
América					
Empresas	$25 339	16%	$21 888	13%	$19 394
Consumidores de Estados Unidos	7 601	13%	6 715	19%	5 653
Total de América	32 940	15%	28 603	14%	25 047
Europa	10 787	27%	8 495	23%	6 912
Pacífico asiático-Japón	5 478	26%	4 346	26%	3 445
Total de ingresos netos	$49 205	19%	$41 444	17%	$35 404
Participación anual en las ventas de computadoras personales[a]					
América	29.1%	1.4	27.7%	2.9	24.8%
Europa	11.7%	1.2	10.5%	0.9	9.6%
Pacífico asiático-Japón	8.3%	1.1	7.2%	1.4	5.8%
Nivel mundial	17.8%	1.1	16.7%	1.7	15.0%

[a] Representa las ventas unitarias de computadoras personales durante todo el año calendario y se basa en información proporcionada por IDC.

América. Dell aumentó su posición número uno en cuanto a participación de ventas de computadoras personales en la región de América en 1.4 puntos porcentuales a 29.1% durante el año calendario 2004. El crecimiento unitario neto fue de 17% durante el ejercicio fiscal 2005, en comparación con 23% en el ejercicio fiscal 2004, mientras que la Utilidad neta aumentó 15 y 14% durante los ejercicios fiscales 2005 y 2004, respectivamente. Las computadoras portátiles impulsaron el crecimiento en ingresos en el ejercicio fiscal 2005, apoyadas por una mejoría en el gasto corporativo durante el año. El crecimiento de los ingresos en el ejercicio fiscal 2004 tiene una base amplia, pero se debe sobre todo al crecimiento en los sistemas empresariales de 28%.

En el segmento de negocios de América, que incluye ventas a medianas y pequeñas empresas, gobierno, y cuentas empresariales, los ingresos netos aumentaron 16 y 13% durante los ejercicios fiscales 2005 y 2004, respectivamente, ya que el gasto en tecnología mejoró continuamente desde finales del ejercicio fiscal 2004. Específicamente, los clientes de pequeñas y medianas industrias posibilitaron el crecimiento en ingresos durante el ejercicio fiscal 2005, mientras que los sistemas portátiles impulsaron alrededor de la tercera parte del crecimiento de ingresos del segmento. El crecimiento de los ingresos por sistemas empresariales durante el ejercicio fiscal de 2005 fue de 11%, y los servidores generaron la mayor parte del crecimiento de los grupos de productos. Los sistemas empresariales representaron la mayoría del crecimiento en el segmento de negocios de América durante el ejercicio fiscal 2004, y los servidores aportaron más de la mitad del aumento durante ese ejercicio fiscal anual.

El segmento del mercado de consumo estadounidense de Dell incluye ventas sobre todo a consumidores particulares. Los ingresos netos aumentaron 13 y 19% durante los ejercicios fiscales 2005 y 2004, respectivamente, y fueron impulsados por los productos de impresión e imagen de Dell durante el ejercicio fiscal de 2005. La reducción en el crecimiento de los ingresos durante el ejercicio fiscal 2005, en comparación con 2004, se debe en parte a la demanda relativamente débil

en todo el segmento de consumidores de Estados Unidos hacia la segunda mitad del ejercicio fiscal 2005. Dell produjo un fuerte crecimiento unitario neto en las computadoras portátiles para consumidores particulares de 29% durante el ejercicio fiscal 2005; sin embargo, este crecimiento fue parcialmente afectado por una disminución de 11% en el promedio de ingresos por unidad vendida, ya que la mezcla de productos continuó inclinándose hacia los productos de menor precio. El crecimiento de los ingresos durante el ejercicio fiscal 2004 estuvo encabezado por las computadoras portátiles, con un crecimiento unitario neto de 67%.

Europa. Dell experimentó un sólido rendimiento en Europa, que incluye el Medio Oriente y África, con lo que conservó su posición número dos en cuanto a participación en las ventas de computadoras personales, con una participación de mercado de 11.7% en 2004, comparada con 10.5% durante el año calendario 2003. Los envíos de unidades netas crecieron a una tasa de 31% durante el ejercicio fiscal 2005 en un mercado que creció a una tasa robusta de 19% durante el año calendario 2004. La revalorización del euro y la libra esterlina contribuyó a estimular la demanda del mercado en Europa, ya que Dell y otras empresas en general trasladaron a los clientes esos beneficios en el tipo de cambio de las divisas por medio de precios más bajos de los productos y servicios. Los ingresos netos durante los ejercicios fiscales de 2005 y 2004 aumentaron en 27 y 23%, respectivamente. Los ingresos durante el ejercicio fiscal de 2005 incluyeron un crecimiento combinado de los ingresos netos de 30% en el Reino Unido y Francia. El negocio empresarial de Dell produjo un crecimiento de los ingresos de 29 y 35% durante los ejercicios fiscales 2005 y 2004, respectivamente.

Pacífico asiático-Japón. El fuerte crecimiento de los ingresos de Dell en la región Pacífico asiático-Japón de 26% durante el ejercicio fiscal de 2005 se sustentó en la solidez de la compañía y el crecimiento de la demanda en China. Durante 2004, Dell generó ganancias en participación de mercado en la región Pacífico asiático-Japón de 1.1 puntos porcentuales para llegar a una participación de 8.3% en las ventas de computadoras personales, lo que representa la posición número tres en participación de mercado. Durante el ejercicio fiscal 2005, el crecimiento unitario neto de Dell fue de 29%, en una industria con un crecimiento global que aumentó sólo 13%. El sector empresarial de Dell produjo crecimiento de los ingresos de 23 y 32% durante los ejercicios fiscales 2005 y 2004, respectivamente.

Por lo que concierne a más información sobre los segmentos de Dell, refiérase a la nota 9 de "Notas a los estados financieros consolidados", incluidas en la "Partida 8: Estados financieros y datos complementarios".

Margen bruto

El margen bruto como porcentaje de los ingresos netos mejoró ligeramente para ubicarse en 18.3% durante el ejercicio fiscal 2005, en comparación con 18.2% en 2004 y 17.9% en 2003. La mejoría año tras año durante los ejercicios fiscales de 2005 y 2004 se debió principalmente a las iniciativas de Dell para ahorrar en costos. Durante el ejercicio fiscal 2005, los costos de los componentes continuaron reduciéndose a un ritmo moderado que fue relativamente comparable con el ejercicio fiscal 2004. La administración utilizó estas reducciones en los costos para equilibrar el crecimiento rentable, sin dejar de trasladar los ahorros en los costos a sus clientes. La administración espera que el entorno del costo de los componentes continúe siendo favorable durante el primer trimestre del ejercicio fiscal 2006. Como parte del interés de la gerencia en mejorar los márgenes, Dell sigue comprometida a reducir los costos mediante cuatro iniciativas principales: costos de fabricación, costos de garantía, costos estructurales o de diseño, y gastos indirectos o de operación. Estas iniciativas para ahorrar costos también incluyen brindar cierta asistencia técnica a los clientes y funciones administrativas desde emplazamientos rentables, así como impulsar procesos y herramientas más eficientes a nivel global. La práctica general de Dell consiste en trasladar dinámicamente a sus clientes las reducciones en los costos a fin de agregar valor para el cliente sin dejar de aumentar la participación en el mercado internacional. La administración está convencida de que la solidez del modelo de negocios directo de Dell, así como su fuerte posición de liquidez, hace que Dell se encuentre en mejores condiciones que sus competidores para continuar creciendo de manera rentable en cualquier ambiente de negocios.

Gastos de operación

La siguiente tabla presenta información relativa a los gastos de operación de Dell durante cada uno de los últimos tres ejercicios fiscales:

(Millones de dólares)	EJERCICIO FISCAL FINALIZADO EL 28 de enero de 2005	30 de enero de 2004	31 de enero de 2003
Gastos de operación			
De venta, generales y administrativos	$4 298	$3 544	$3 050
De investigación, desarrollo e ingeniería	463	464	455
Total de gastos de operación	$4 761	$4 008	$3 505
Gastos de operación como un porcentaje de los ingresos netos:			
De venta, generales y administrativos	8.7%	8.6%	8.6%
De investigación, desarrollo e ingeniería	0.9	1.1	1.3
Total de gastos de operación	9.7%	9.7%	9.9%

Gastos de venta, generales y administrativos. Durante el ejercicio fiscal 2005, los gastos de venta, generales y administrativos, como un porcentaje de los ingresos netos, aumentaron ligeramente en comparación con los ejercicios fiscales de 2004 y 2003. Este aumento se debe sobre todo a la campaña de expansión internacional de Dell y a una mayor mezcla de líneas de negocios fuera de Estados Unidos durante el ejercicio fiscal 2005, lo que por lo general origina un gasto de operación ligeramente superior. El componente principal del aumento general son los costos de remuneración, ya que la administración se centra en atraer y conservar personal clave para sustentar el crecimiento de la empresa. Los gastos de venta, generales y administrativos, como un porcentaje de la utilidad neta, permanecieron relativamente fijos en el ejercicio fiscal 2004, en comparación con 2003, pero aumentaron en dólares absolutos en proporción con el aumento en los ingresos netos.

Investigación, desarrollo e ingeniería. Durante el ejercicio fiscal 2005, los gastos de investigación, desarrollo e ingeniería continuaron disminuyendo ligeramente, como porcentaje de los ingresos netos, en comparación con los ejercicios fiscales 2004 y 2003. Las eficiencias son el resultado de la utilización continua por parte de Dell de su infraestructura racionalizada y las relaciones estratégicas con sus proveedores. Dell espera seguir invirtiendo en investigación, desarrollo e ingeniería para diseñar e introducir nuevos productos. Al 28 de enero de 2005, Dell recibió 1 128 patentes estadounidenses y tiene 729 solicitudes de patentes en trámite en Estados Unidos.

Inversión y otros ingresos, neto

La siguiente tabla resume la inversión y otros ingresos de Dell, neto, en los últimos tres ejercicios fiscales:

(Millones de dólares)	EJERCICIO FISCAL FINALIZADO EL 28 de enero de 2005	30 de enero de 2004	31 de enero de 2003
Ingreso de inversiones, principalmente intereses	$226	$200	$227
Ganancias (pérdidas) de inversiones, neto	6	16	(6)
Gasto por intereses	(16)	(14)	(17)
Otros	(25)	(22)	(21)
Inversiones y otros ingresos, neto	$191	$180	$183

El ingreso proveniente de inversiones aumentó del ejercicio fiscal 2004 al 2005 debido principalmente a un aumento en el producto de las inversiones ganado sobre saldos promedio más altos

de equivalentes de efectivo e inversiones. El ingreso de inversiones disminuyó del ejercicio fiscal 2003 al 2004 sobre todo a causa de una baja en las tasas de interés de las inversiones, lo que se compensó en parte por un aumento en los equivalentes de efectivo e inversiones durante el año.

Impuesto sobre las utilidades

La tasa tributaria efectiva registrada por Dell fue de 31.5% en el ejercicio fiscal 2005, en comparación con 29.0% en 2004 y 29.9% en 2003. La tasa tributaria efectiva del ejercicio fiscal 2005 incluye un cargo de repatriación fiscal de 280 millones de dólares, de conformidad con un incentivo fiscal favorable que otorga la ley estadounidense para la creación de empleos de 2004 (la "Ley"), que se promulgó el 22 de octubre de 2004. Este cargo de repatriación fiscal aumentó la tasa tributaria efectiva de Dell en 6.3% para el ejercicio fiscal 2005. El aumento en la tasa tributaria efectiva para el ejercicio fiscal 2005, en comparación con los de los ejercicios 2004 y 2003, se debe al cargo de repatriación fiscal anteriormente mencionado, que se compensó en parte por una proporción mayor de utilidades de operación atribuibles a jurisdicciones extranjeras.

Entre otras cosas, la Ley crea un incentivo temporal para las empresas estadounidenses multinacionales a fin de repatriar ingresos acumulados obtenidos fuera de Estados Unidos a una tasa tributaria de 5.25%, en comparación con la tasa estatutaria federal estadounidense de 35%. Aunque la Ley contiene una serie de limitaciones relacionadas con la repatriación y existe cierta incertidumbre, al 28 de enero de 2005, Dell consideró que tenía la información necesaria para tomar una decisión informada acerca del efecto de la Ley en sus planes de repatriación. Con base en esta nueva legislación, y orientaciones subsiguientes emitidas por el Departamento del Tesoro, Dell determinó durante el cuarto trimestre del ejercicio fiscal 2005 que repatriaría 4 100 millones de dólares en utilidades extranjeras. En consecuencia, Dell reconoció un cargo de repatriación fiscal de 280 millones de dólares de acuerdo con la *Declaración de normas de contabilidad financiera ("SFAS") número 109, Contabilidad del impuesto sobre las utilidades*. Este cargo fiscal incluye una cantidad relacionada con un evidente descuido de redacción que los líderes del Congreso indican quedará corregido por el Proyecto de Ley de Correcciones Técnicas en algún momento durante el año calendario de 2005. El cargo de repatriación fiscal de 2005 se reducirá en el trimestre en que el Proyecto de ley de correcciones técnicas se convierta en ley. Además, en el momento de la repatriación es posible que se requieran otros ajustes que dependen de una serie de factores, incluida la localización geográfica del efectivo, la mezcla de utilidades extranjeras y las tasas tributarias estatutarias que se encuentren en vigor en el momento de la repatriación. Se requiere que la repatriación quede concluida a finales del ejercicio fiscal 2006.

Las diferencias entre la tasa tributaria efectiva de Dell para el ejercicio fiscal 2005 y la tasa estatutaria federal en Estados Unidos de 35% resultan principalmente de la distribución geográfica de los ingresos gravables y las pérdidas de Dell, que se compensan en parte con el efecto de la Ley. Durante los ejercicios fiscales 2004 y 2003, las diferencias entre las tasas tributarias efectiva y estatutaria de Dell fueron atribuibles a la distribución geográfica de los ingresos gravables y las pérdidas. La tasa tributaria efectiva de Dell podría disminuir en periodos futuros a medida que las operaciones de la empresa fuera de Estados Unidos continúen expandiéndose y contribuyan con una parte cada vez mayor de las utilidades consolidadas de operación de Dell.

Acuerdos fuera del balance general

Consolidación de filial de arrendamiento. Dell es actualmente uno de los socios de DFS, una *joint venture* con CIT. Esta *joint venture* permite a Dell ofrecer a sus clientes diversas opciones de financiamiento, mientras que CIT generalmente ofrece el financiamiento entre DFS y el cliente en ciertas transacciones. Dell empezó a consolidar los resultados financieros de DFS a principios del tercer trimestre del ejercicio fiscal 2004 debido a la adopción de la Interpretación núm. 46R ("FIN 46R"), del Financial Accounting Standards Board ("FASB"). Véase la nota 6 de las "Notas a los estados financieros consolidados", incluidas en la "Partida 8: Estados financieros y datos complementarios".

Transacciones de préstamo convertidas en títulos comerciales. Durante el tercer trimestre del ejercicio fiscal de 2005, Dell y CIT ejecutaron un contrato para ampliar la existencia de la em-

presa conjunta hasta el 29 de enero de 2010 y modificaron algunos términos de la relación. Antes de la ejecución de dicho contrato, CIT proporcionaba todo el financiamiento de las transacciones entre DFS y el cliente. El contrato de prórroga le otorga a Dell el derecho, pero no la obligación, de participar en tales financiamientos. Durante el cuarto trimestre del ejercicio fiscal 2005, Dell comenzó a financiar algunas transacciones de préstamo y arrendamiento mediante contratos de préstamos convertidos en títulos y valores. En particular, Dell empezó a vender algunas cuentas por cobrar de financiamiento de préstamos y arrendamiento a una entidad para propósito especial no consolidada que pertenece por completo a Dell. La entidad para propósito especial es una entidad jurídica independiente con activos y pasivos separados por completo de los de Dell. La entidad para propósito especial ha celebrado un contrato de financiamiento con un conducto de múltiples vendedores que a su vez emiten títulos de deuda respaldados por activos en los mercados de capital. La venta de estas cuentas por cobrar de financiamiento de préstamos y arrendamiento no tuvo un efecto importante en los resultados consolidados de las operaciones, la posición financiera, o los flujos de efectivo de Dell en el ejercicio fiscal 2005. Dell espera que su participación en las transacciones de préstamo titularizadas aumente en periodos futuros.

Instalaciones maestras de arrendamiento. En el pasado, Dell mantenía instalaciones maestras de arrendamiento que daban a la empresa la capacidad de arrendar algunos bienes raíces, edificios y equipo por construir o adquirir. Estos arrendamientos se registraban como arrendamiento de operación en Dell. Durante el ejercicio fiscal 2004, Dell pagó 636 millones de dólares para comprar todos los activos cubiertos por sus instalaciones maestras de arrendamiento. En consecuencia, los activos antes cubiertos por estas instalaciones se incluyen en el estado consolidado de la posición financiera y Dell no tiene ningún compromiso de arrendamiento restante según estas instalaciones maestras de arrendamiento.

Liquidez, compromisos de capital y obligaciones contractuales de efectivo

Liquidez

Durante el ejercicio fiscal 2005, Dell continuó manteniendo liquidez fuerte con flujos de efectivo de las operaciones de 5 300 millones de dólares, en comparación con 3 700 millones de dólares en el ejercicio fiscal 2004. Dell finalizó el ejercicio fiscal 2005 con una cifra récord de 14 100 millones de dólares en efectivo e inversiones, lo que representa un aumento de 2 200 millones de dólares con respecto al final del ejercicio fiscal anterior. La siguiente tabla resume la posición final de Dell en efectivo, equivalentes de efectivo e inversiones, así como los resultados de los estados consolidados de flujos de efectivo de Dell en los últimos tres ejercicios fiscales:

(Millones de dólares)	28 de enero de 2005	30 de enero de 2004	31 de enero de 2003
Efectivo, equivalentes de efectivo e inversiones			
Efectivo y equivalentes de efectivo	$ 4 747	$ 4 317	$ 4 232
Títulos de deuda	9 253	7 454	5 442
Acciones y otros valores	126	151	231
Efectivo, equivalentes de efectivo e inversiones	$14 126	$11 922	$ 9 905
Flujo neto de efectivo proveniente de (utilizado en)			
Actividades de operación	$ 5 310	$ 3 670	$ 3 538
Actividades de inversión	(2 317)	(2 814)	(1 381)
Actividades de financiamiento	(3 128)	(1 383)	(2 025)
Efecto de las variaciones del tipo de cambio en el efectivo y los equivalentes de efectivo	565	612	459
Incremento neto en el efectivo y los equivalentes de efectivo	$ 430	$ 85	$ 591

Actividades de operación. Los flujos de efectivo de las actividades de operación durante los ejercicios fiscales 2005, 2004 y 2003 fueron resultado principalmente del ingreso neto, que representa la fuente más importante de efectivo de Dell. El aumento en los flujos de efectivo de operación durante el ejercicio fiscal de 2005 estuvo encabezado sobre todo por un aumento en el ingreso de operación y la mejoría en el ciclo de conversión de efectivo de Dell. Además, los flujos de efectivo de operación han sido afectados de modo regular por los beneficios del impuesto sobre las utilidades que resultan del ejercicio de las opciones de compra de acciones por parte de los empleados. Estos beneficios fiscales sumaron en total 249, 181 y 260 millones de dólares en los ejercicios fiscales 2005, 2004 y 2003, respectivamente. Estos beneficios representan deducciones fiscales corporativas (que se consideran ingreso gravable para el empleado) que representan la cantidad en que el valor justo de las acciones de Dell supera el precio fijado en el contrato de opción el día que el empleado ejerce la opción de compra.

El modelo de negocios directo de Dell permite a la empresa mantener un sistema líder de administración de activos en comparación con sus principales competidores. Dell es capaz de reducir el riesgo del inventario y cobrar cantidades que adeudan los clientes antes de pagar a los proveedores, lo que permite a la empresa generar flujos de efectivo anuales de las actividades de operación que como regla general superan el ingreso neto. La siguiente tabla presenta los componentes del ciclo de conversión de efectivo de Dell en cada uno de los tres últimos ejercicios fiscales:

	EJERCICIO FISCAL FINALIZADO EL		
	28 de enero de 2005	**30 de enero de 2004**	**31 de enero de 2003**
Días de ventas en cuentas por cobrar[a]	32	31	28
Días de suministro en inventario	4	3	3
Días en cuentas por pagar	73	70	68
Ciclo de conversión del efectivo	(37)	(36)	(37)

[a] Dell difiere el costo de los productos enviados en espera del reconocimiento de ingresos hasta que los productos se entregan y los ingresos se reconocen. Los días de ventas en cuentas por cobrar incluyen estos costos de productos, que se clasifican en otros activos circulantes. Al 28 de enero de 2005, 30 de enero de 2004 y 31 de enero de 2003, los días de ventas en cuentas por cobrar incluían los días de ventas en cuentas por cobrar y los días de embarques en tránsito a clientes, de 29 y 3 días; 28 y 3 días; y 24 y 4 días, respectivamente.

El aumento en los días de ventas en cuentas por cobrar al 28 de enero de 2005, desde fines del ejercicio fiscal 2004, se debió en parte a un aumento en los ingresos obtenidos fuera de Estados Unidos, donde los periodos de cobranza tienden a ser mayores. Dell difiere el costo de los productos enviados que aguardan el reconocimiento de ingresos hasta que los bienes se entregan y los ingresos son reconocidos. Estos costos diferidos se incluyen en la cifra registrada de Dell de días de ventas en cuentas por cobrar porque la administración considera que ilustra una presentación más conservadora y precisa de los días de ventas en cuentas por cobrar y el ciclo de conversión de efectivo de Dell. Estos costos diferidos se registran en otros activos circulantes en el estado consolidado de la posición financiera de Dell y totalizan 430, 387 y 423 millones de dólares al 28 de enero de 2005, el 30 de enero de 2004 y el 31 de enero de 2003, respectivamente.

Actividades de inversión. El efectivo utilizado en las actividades de inversión durante el ejercicio fiscal 2005 fue de 2 300 millones de dólares, en comparación con 2 800 millones en 2004 y 1 400 millones de dólares en 2003. El efectivo utilizado en las actividades de inversión consiste principalmente en compras netas de inversiones y gastos de capital para inmuebles, planta y equipo. La disminución en el efectivo utilizado en las actividades de inversión durante el ejercicio fiscal 2005, en comparación con el ejercicio fiscal 2004, se debió principalmente a la compra de 636 millones de dólares en activos durante el ejercicio fiscal 2004 que se mantenían en las instalaciones maestras de arrendamiento y se clasificaban anteriormente como arrendamientos de operación. Esto se compensó en parte con un aumento en los gastos de capital durante el ejercicio fiscal

2005 a medida que Dell seguía centrándose en invertir en la infraestructura informática global de la empresa para sustentar el rápido crecimiento internacional de Dell y la mayor complejidad de su oferta de productos y servicios. El aumento en el efectivo utilizado para las actividades de inversión durante el ejercicio fiscal 2004, en comparación con el ejercicio fiscal 2003, se debió principalmente al aumento en las compras netas de inversiones, después de deducir vencimientos y ventas, ya que Dell continúa invirtiendo su efectivo proveniente de las actividades de operación.

Actividades de financiamiento. El efectivo utilizado en las actividades de financiamiento durante el ejercicio fiscal 2005 fue de 3 100 millones de dólares, en comparación con 1 400 millones de dólares en el ejercicio fiscal 2004 y 2 000 millones de dólares en 2003. Las actividades de financiamiento consisten principalmente en la recompra de las acciones comunes de Dell, que se compensan en parte por la emisión de acciones comunes de conformidad con los planes de opción de compra de acciones para empleados. El incremento en las recompras de acciones en el ejercicio fiscal de 2005, en comparación con el ejercicio fiscal 2004, impulsó el incremento año tras año en el efectivo utilizado en las actividades de financiamiento. Dell recompró 119 millones de acciones durante el ejercicio fiscal 2005, en comparación con 63 millones en el ejercicio fiscal 2004. La disminución en el efectivo utilizado durante el ejercicio fiscal 2004, en comparación con el ejercicio fiscal 2003, se debió principalmente a un incremento en el número de acciones emitidas de conformidad con los planes para empleados y un aumento en el promedio ponderado del precio de ejercicio de las opciones de compra de las acciones ejercidas. Además, el valor agregado de las acciones comunes recompradas por Dell disminuyó durante el ejercicio fiscal 2004, lo que se debió principalmente a una disminución respectiva en el promedio ponderado del precio por acción de las acciones comunes recompradas por Dell.

La administración considera actualmente que los flujos de efectivo de operación de Dell en el ejercicio fiscal 2006 seguirán superando el ingreso neto y serán más que suficientes para sustentar las operaciones de Dell y sus necesidades de capital. Dell prevé en la actualidad que continuará utilizando su liquidez fuerte y sus abundantes flujos de efectivo de las operaciones para recomprar sus acciones comunes, invertir en sistemas y procesos, invertir en el crecimiento de la empresa poniendo atención particular en los productos para empresas, realizar inversiones de capital, y llevar a cabo un número limitado de inversiones estratégicas en acciones.

Compromisos de capital

Programa de recompra de acciones. Dell cuenta con un programa de recompra de acciones, el cual autoriza a la empresa a comprar acciones comunes tanto para distribuir efectivo entre los accionistas como para administrar la dilución resultante de las acciones emitidas de conformidad con los planes de remuneración en acciones de Dell. Sin embargo, Dell no tiene actualmente una política que requiera la recompra de acciones comunes en combinación con los acuerdos de pago basados en acciones. Al 28 de enero de 2005, el programa de recompra de acciones de Dell autorizaba la compra de hasta 1250 millones de acciones comunes a un costo agregado no superior a 20 000 millones de dólares. Después del ejercicio fiscal de 2005, el 3 de marzo de 2005, el Consejo de administración de Dell aprobó una enmienda al plan a fin de incrementar el número de acciones autorizadas disponibles para recompra en 250 millones, a 1 500 millones, y el límite del costo agregado en dólares en 10 000 millones, a 30 000 millones de dólares.

Dell espera continuar con la recompra de acciones comunes mediante un programa sistemático de compras en el mercado abierto. A finales del ejercicio fiscal 2005, Dell había recomprado en forma acumulada, 1 200 millones de acciones por un costo agregado de aproximadamente 18 300 millones de dólares. Durante el ejercicio fiscal 2005, Dell recompró 119 millones de acciones comunes por un costo agregado de 4 200 millones de dólares. Hasta el cuarto trimestre del ejercicio fiscal 2003, Dell utilizaba previamente contratos de instrumentos en acciones para facilitar la recompra de acciones comunes. Todos los contratos restantes de compra y venta se liquidaron en su totalidad durante el cuarto trimestre del ejercicio fiscal 2003. Dell ahora efectúa la totalidad de sus recompras de acciones mediante transacciones en el mercado abierto. Al 3 de marzo de 2005, Dell había gastado aproximadamente 1 300 millones de dólares en la recompra de acciones para el primer trimestre del ejercicio fiscal 2006.

Gastos de capital. Durante el ejercicio fiscal 2005, Dell gastó 525 millones de dólares en inmuebles, planta y equipo. Los gastos de capital aumentaron durante el ejercicio fiscal de 2005, en comparación con los ejercicios fiscales recientes, debido sobre todo a la campaña de expansión internacional de la empresa y las inversiones en infraestructura para sustentar el crecimiento futuro de la compañía. La demanda y la mezcla de productos, así como la eficiencia continua en las operaciones y la infraestructura informática, influyen en el nivel y el orden de prioridad de los gastos de capital de Dell. Actualmente se espera que los gastos de capital para el ejercicio fiscal de 2006 asciendan a aproximadamente 700 millones de dólares. Se espera financiar los gastos de capital de 2006 con los flujos de efectivo de las actividades de operación, y se calcula que aumentarán con respecto a años recientes debido a la expansión continua de Dell en todo el mundo y la necesidad de contar con capacidad adicional.

Efectivo restringido. De conformidad con el acuerdo de *joint venture* celebrado entre DFS y CIT, se requiere que DFS mantenga algunas cuentas de efectivo en garantía. Debido a la consolidación de DFS, 438 millones de dólares de efectivo restringido se incluyen en otros activos circulantes en el estado consolidado de la posición financiera de Dell al 28 de enero de 2005.

Obligaciones contractuales en efectivo

La siguiente tabla resume las obligaciones contractuales en efectivo que Dell tenía al 28 de enero de 2005.

	VENCIMIENTO DE PAGOS POR PERIODO				
(Millones de dólares)	Total	Ejercicio fiscal 2006	Ejercicios fiscales 2007–2008	Ejercicios fiscales 2009–2010	Subsiguientes
Deuda a largo plazo, incluida la parte corriente	$ 507	$ 2	$ 3	$204	$298
Arrendamientos de operación	257	52	76	46	83
Anticipos por facilidades de crédito	158	29	129	—	—
Obligaciones de compra	107	56	23	28	—
Compromiso de compra con DFS	100	—	—	100	—
Total de obligaciones contractuales en efectivo	$1 129	$139	$231	$378	$381

Arrendamientos de operación. Dell arrienda inmuebles y equipo, instalaciones de fabricación, y espacio para oficinas de conformidad con contratos que no pueden cancelarse. Algunos de estos arrendamientos obligan a Dell a pagar impuestos, mantenimiento y costos de reparación.

Anticipos por facilidades de crédito. DFS ofrece facilidades de crédito a CIT, que a su vez proporciona a DFS una capacidad de fondos de hasta 1 000 millones de dólares. Los anticipos pendientes de pago de conformidad con estas facilidades sumaron en total 158 millones de dólares y se incluyen en otros pasivos circulantes y a largo plazo en el estado consolidado de la posición financiera de Dell al 28 de enero de 2005.

Deuda a largo plazo. Al 28 de enero de 2005, Dell tenía 200 millones pendientes de pago en pagarés preferentes con vencimiento el 15 de abril de 2008 y 300 millones de dólares en obligaciones preferentes con vencimiento el 15 de abril de 2028. Encontrará información adicional relativa a estas emisiones en la nota 2 de las "Notas a los estados financieros consolidados", incluidas en la "Partida 8: Estados financieros y datos complementarios".

Simultáneamente a la emisión de los pagarés y las obligaciones preferentes, Dell celebró contratos *swap* de tasas de interés a fin de convertir el riesgo de la tasa de interés de Dell de una tasa fija en una tasa variable para alinear mejor las características relacionadas de la tasa de interés con la cartera de efectivo e inversiones. Los contratos *swap* de tasas de interés tienen una cantidad

agregada teórica de 200 millones de dólares que vence el 15 de abril de 2008, y 300 millones de dólares que vencen el 15 de abril de 2028. Las tasas variables se basan en las tasas interbancarias en Londres (LIBOR, siglas de London interbank offered rate) a tres meses más 0.41 y 0.79% para los pagarés y las obligaciones preferentes, respectivamente. Como resultado de los contratos *swap* de tasas de interés, las tasas de interés efectivas de Dell para los pagarés y las obligaciones preferentes fueron de 2.059 y 2.392%, respectivamente, en el ejercicio fiscal 2005.

Obligaciones de compra. Las obligaciones de compra se definen como obligaciones contractuales de compra de bienes y servicios que son ejecutables y legalmente vinculantes para Dell y que especifican todas las condiciones importantes, incluidas las cantidades fijas o mínimas que se comprarán; las cláusulas sobre precios fijos, mínimos, o variables; y el momento aproximado de la transacción. Las obligaciones de compra no incluyen contratos que podrían cancelarse sin penalización.

Dell utiliza varios proveedores para fabricar los subensambles destinados a los productos de la empresa. La administración altamente eficiente de la cadena de suministros de Dell permite a la empresa celebrar contratos de compra flexibles y mutuamente beneficiosos con sus proveedores para reducir al mínimo el riesgo del inventario. Congruente con la práctica de la industria, Dell adquiere materias primas, u otros bienes y servicios, incluidos los componentes de sus productos, mediante la expedición de autorizaciones a los proveedores para comprar con base en la demanda proyectada y las necesidades de fabricación de Dell. Estas órdenes de compra por lo regular se surten en menos de 30 días y se celebran en el transcurso normal de la operación para establecer los mejores precios y la continuidad de los suministros para la producción de Dell. Las órdenes de compra no se incluyen en la tabla anterior ya que como regla general representan la autorización de Dell para comprar y no las obligaciones de compra.

Compromiso de compra de DFS. En la tabla anterior se incluye la obligación de compra mínima por parte de Dell de la participación de 30% de CIT en DFS al vencimiento de la *joint venture* el 29 de enero de 2010, por un precio de compra que oscila entre 100 y 345 millones de dólares. Consúltese la nota 6 de las "Notas a los estados financieros consolidados", que se incluyen en la "Partida 8: Estados financieros y datos complementarios".

Riesgo de mercado

Dell está expuesta a una variedad de riesgos, incluidas las fluctuaciones en el tipo de cambio de las divisas extranjeras y los cambios en el valor de mercado de sus inversiones. En el transcurso normal de sus operaciones, Dell emplea políticas y procedimientos establecidos para administrar estos riesgos.

Actividades de cobertura de divisas

El objetivo de administrar la exposición de Dell a las fluctuaciones en el tipo de cambio de las divisas extranjeras es reducir el efecto de las fluctuaciones adversas en las utilidades y los flujos de efectivo relacionados con las variaciones en el tipo de cambio de las divisas. En consecuencia, Dell utiliza contratos de opción en moneda extranjera y contratos *forward* para protegerse contra el riesgo que implican las transacciones pronosticadas y los compromisos en firme en la mayoría de los países en los que opera. Las principales divisas cubiertas durante el ejercicio fiscal de 2005 fueron el euro, la libra esterlina, el yen japonés y el dólar canadiense. Dell supervisa su exposición a las variaciones en el tipo de cambio de las divisas para asegurar la eficacia general de sus posiciones de cobertura de divisas. Sin embargo, no existe ninguna garantía de que las acciones de cobertura de las divisas compensarán de manera considerable el efecto de las fluctuaciones del tipo cambiario en los resultados de las operaciones y la posición financiera.

Con base en los instrumentos de cobertura de flujos de efectivo en divisas extranjeras que Dell tenía en circulación al 28 de enero de 2005 y el 30 de enero de 2004, Dell estima una máxima pérdida potencial de un día en el valor justo de aproximadamente 43 y 53 millones de dólares, respectivamente, usando un modelo de Valor en riesgo ("VAR", siglas de Value at risk). Las es-

timaciones del modelo VAR se realizaron suponiendo condiciones normales de mercado y un nivel de confianza de 95%. Dell usó un modelo de tipo de simulación Monte Carlo que valoraba los instrumentos en moneda extranjera contra mil posibles rumbos generados aleatoriamente que podían tomar los precios de mercado. Se excluyeron del modelo transacciones pronosticadas, compromisos en firme, instrumentos de cobertura a valor justo, y cuentas por cobrar y por pagar denominadas en monedas extranjeras. El modelo VAR es una herramienta de estimación del riesgo y como tal no tiene la intención de representar las pérdidas reales a valor justo en que incurrirá Dell. Además, como Dell utiliza instrumentos en moneda extranjera para cubrir las transacciones pronosticadas y aquellas a las que se ha comprometido en firme, una pérdida en el valor justo de estos instrumentos generalmente se compensa con los aumentos en el valor de la exposición implícita. Como resultado de las actividades de cobertura de Dell, las fluctuaciones en el tipo de cambio de las divisas no tuvieron un efecto importante en los resultados de las operaciones de Dell, ni en su posición financiera durante los ejercicios fiscales 2005, 2004 y 2003.

Efectivo e inversiones

El 28 de enero de 2005, Dell tenía en total 14 100 millones de dólares de efectivo e inversiones (incluidas las inversiones en acciones ordinarias que se explican más adelante), que se declaran a valor justo en su totalidad. La política de inversión de Dell es administrar los saldos totales de efectivo e inversiones para preservar el principal y la liquidez al tiempo que se maximiza el rendimiento de la cartera de inversiones mediante la inversión total de los fondos disponibles. Para diversificar la cartera de inversiones, Dell invierte en múltiples tipos de valores con grado de inversión y mediante el uso de terceros administradores de inversiones. Con base en la cartera de inversiones de Dell y las tasas de interés al 28 de enero de 2005 y al 30 de enero de 2004, un incremento o decremento de 100 puntos base en las tasas de interés resultaría en un decremento o incremento de aproximadamente 97 y 140 millones de dólares, respectivamente, en el valor justo de la cartera de inversiones. Los cambios en las tasas de interés podrían afectar el valor justo de la cartera de inversiones; sin embargo, Dell no reconoce tales ganancias o pérdidas a menos que las inversiones se vendan.

Al 28 de enero de 2005, el valor justo de las inversiones en acciones ordinarias de empresas tecnológicas de propiedad pública y privada era de 43 millones de dólares. Estas inversiones se realizaron para mejorar y ampliar el modelo de negocios directo de Dell y las iniciativas de su negocio central. Debido a que estas compañías por lo general son empresas en sus primeras etapas, con productos o servicios que todavía no están plenamente desarrollados o que todavía no han logrado aceptación en el mercado, estas inversiones son inherentemente riesgosas. En la actualidad, Dell prevé que continuará realizando inversiones mínimas adicionales en el ejercicio fiscal 2006 y se concentrará en administrar sus inversiones actuales.

Deuda

Dell ha celebrado contratos *swap* de tasas de interés que convierten su gasto de tasa de interés fija en una base de tasa variable para alinear mejor las características relacionadas de las tasas de interés con la cartera de efectivo e inversiones. Los *swap* de tasas de interés reúnen los requisitos para tratarse contablemente como instrumentos de cobertura, según la *SFAS núm. 13, Accounting for Derivative Instruments and Hedging Activities (Contabilidad de instrumentos derivados y actividades de cobertura)* y sus enmiendas. Dell ha designado la emisión de los pagarés y las obligaciones preferentes y los contratos *swap* de tasas de interés relacionados como una transacción integrada. La diferencia entre el valor en libros de Dell y el valor justo de la deuda a largo plazo y los *swap* de tasas de interés relacionados no fue significativa al 28 de enero de 2005 y al 30 de enero de 2004. El diferencial que se pagará o recibirá por los contratos *swap* de tasas de interés se acumula y reconoce como un ajuste al gasto por intereses cuando las tasas de interés cambian.

Políticas de contabilidad cruciales

Dell prepara sus estados financieros de conformidad con los principios de contabilidad generalmente aceptados en Estados Unidos (“GAAP”). La preparación de los estados financieros

basados en los GAAP exige ciertas estimaciones, supuestos y criterios que podrían afectar el estado consolidado de la posición financiera y los resultados de las operaciones de Dell. Dell considera que sus políticas de contabilidad más cruciales se relacionan con el reconocimiento de ingresos, la acumulación de garantías y el impuesto sobre las utilidades. La administración ha analizado la formulación, selección y revelación de sus políticas de contabilidad cruciales con el Comité de auditoría del Consejo de administración de Dell. Estas políticas de contabilidad cruciales y las demás políticas de contabilidad de Dell se describen en la nota 1 de "Notas a los estados financieros consolidados", que se incluyen en la "Partida 8: Estados financieros y datos complementarios".

Reconocimiento de ingresos. Con frecuencia, Dell celebra con sus clientes contratos de venta que contienen múltiples elementos o partes por entregar, como hardware, software, periféricos y servicios. Los criterios y estimaciones son críticos para garantizar el cumplimiento de los GAAP. Estos criterios se refieren a la asignación del producto líquido recibido de un acuerdo a los múltiples elementos, la determinación de si los elementos aún no entregados son esenciales para la funcionalidad de los elementos entregados, y el momento oportuno para reconocer los ingresos. Dell ofrece garantía ampliada y contratos de servicio a los clientes que amplían o mejoran la cobertura de asistencia técnica, refacciones y mano de obra que se ofrecen como parte de la garantía básica incluida con el producto. Los ingresos de las garantías ampliadas y contratos de servicio, por los que Dell está obligada a actuar, se registran como ingresos diferidos y posteriormente se reconocen a lo largo del plazo del contrato o cuando el servicio se termina. Los ingresos provenientes de ventas de garantías ampliadas y contratos de servicio de terceros, por los que Dell no está obligado a actuar, se reconocen netos en el momento de la venta.

Las estimaciones que influyen adicionalmente en el reconocimiento de los ingresos son las relacionadas sobre todo con las devoluciones de productos vendidos a los clientes y la provisión para cuentas incobrables. Ambas estimaciones son relativamente predecibles con base en la experiencia histórica. Los principales factores que afectan las acumulaciones de Dell para devoluciones estimadas de los clientes incluyen las tasas de devolución estimadas, así como el número de unidades enviadas que aún tienen derecho de devolución a la fecha del balance general. En ejercicios fiscales recientes, las devoluciones de los clientes, como un porcentaje de los ingresos, se han reducido en aproximadamente 1%. Los factores que afectan la provisión de Dell para cuentas incobrables incluyen las tasas históricas y previstas de incumplimiento de pago por parte de los clientes en las diversas categorías de antigüedad de las cuentas por cobrar. Cada trimestre, Dell vuelve a evaluar sus estimados para calcular la suficiencia de las acumulaciones registradas para devoluciones de los clientes y la provisión para cuentas incobrables, y ajusta las cantidades según sea necesario.

Garantía. Dell registra las obligaciones de garantía en el momento de la venta según los costos estimados en los que puede incurrir de conformidad con su garantía básica limitada. Los términos y condiciones específicos de las garantías varían dependiendo del producto vendido y el país en que Dell lleva a cabo operaciones, pero generalmente incluyen asistencia técnica, refacciones, mano de obra y un periodo que varía entre 90 días y tres años. Los factores que afectan las obligaciones de garantía de Dell incluyen el número de unidades instaladas que actualmente se encuentran bajo garantía, las tasas históricas y previstas de reclamaciones de garantía con respecto a dichas unidades y el costo por reclamación para satisfacer la obligación de Dell. La tasa prevista de reclamaciones de garantía es el factor más importante que influye en el cálculo de las obligaciones de garantía de Dell. Los demás factores son relativamente insignificantes porque el promedio del agregado restante del periodo de garantía de la base instalada cubierta es de aproximadamente 20 meses, las refacciones generalmente se tienen en existencia o pueden conseguirse a precios predeterminados, y los salarios de la mano de obra por lo general se fijan en cantidades previamente negociadas con los proveedores de servicio. Las reclamaciones de garantía son relativamente predecibles con base en la experiencia histórica de las tasas de fallas. Cada trimestre, Dell vuelve a evaluar sus estimados para determinar la suficiencia de sus obligaciones de garantía registradas y ajusta las cantidades según sea necesario.

Impuesto sobre las utilidades. Dell calcula una provisión para impuesto sobre las utilidades usando el método de activos y pasivos, según el cual los activos y pasivos por impuestos diferidos se reconocen mediante la identificación de diferencias temporales que surgen del tratamiento distinto de las partidas para efectos fiscales y contables. Al determinar las consecuencias futuras en los impuestos de los sucesos que se han reconocido en los estados financieros o declaraciones de impuestos de Dell, se requiere criterio. Las diferencias entre los resultados previstos y reales de estas consecuencias fiscales futuras podrían tener un efecto importante en los resultados consolidados de las operaciones o en la posición financiera de Dell.

DISCUSIÓN DE LA ADMINISTRACIÓN SOBRE LA EMPRESA

General

Dell Inc., con ingresos fiscales de 49 200 millones de dólares en el ejercicio fiscal 2005, es uno de los principales proveedores mundiales de productos y servicios que permiten a los clientes construir su infraestructura informática y de Internet. Dell ofrece una amplia gama de sistemas empresariales (servidores, almacenamiento, estaciones de trabajo y productos de red), sistemas cliente (sistemas de cómputo de escritorio y portátiles), sistemas de impresión e imagen, software y periféricos, y servicios globales. En el año calendario 2004, Dell fue el principal proveedor de sistemas de cómputo personales en todo el mundo, así como en Estados Unidos. El liderazgo de Dell en el mercado internacional es el resultado de concentrarse de un modo persistente en ofrecer la mejor experiencia posible mediante la venta de productos y servicios directamente a los clientes.

Dell, una sociedad constituida de acuerdo con las leyes de Delaware, fue fundada en 1984 por Michael Dell con base en un concepto sencillo: al vender sistemas de cómputo directamente a los clientes, Dell podría entender mejor sus necesidades y proporcionar de manera eficiente las soluciones de computación más eficaces para satisfacer dichas necesidades. Dell tiene su sede en Round Rock, Texas, y realiza operaciones en todo el mundo por medio de sus subsidiarias. A menos que se especifique lo contrario, las referencias a Dell incluyen sus subsidiarias consolidadas. Dell opera principalmente en una industria y se maneja en tres segmentos geográficos: las regiones de América, Europa y Pacífico asiático-Japón. Véase “Partida 1. Empresa: Áreas geográficas de operación”.

Estrategia empresarial

La estrategia empresarial de Dell combina su modelo de ventas directas a los clientes con una organización administrativa altamente eficiente de la cadena de fabricación y suministros y una concentración en las tecnologías basadas en estándares. Esta estrategia permite a Dell ofrecer a los clientes valor superior, alta calidad, tecnología relevante, sistemas personalizados, atención y asistencia superiores, y productos y servicios que son fáciles de comprar y usar. Los principios fundamentales de la estrategia empresarial de Dell son:

- *Una relación directa es el camino más eficiente para llegar al cliente.* Una relación directa con los clientes, también denominada “modelo de negocios directo” de Dell, elimina a los intermediarios mayoristas y minoristas que añaden tiempo y costos innecesarios o reducen la capacidad de Dell para entender las expectativas de los clientes. Como resultado, Dell puede ofrecer a los clientes valor superior porque evita los gastos relacionados con el canal de comercio al menudeo, como costos más altos de inventarios, obsolescencia vinculada a los productos tecnológicos, y sobreprecios que marca el comercio minorista. Además, las relaciones directas con los clientes producen un flujo constante de información sobre los planes y necesidades de éstos y permiten a Dell mejorar continuamente su oferta de productos. En www.dell.com, los clientes pueden revisar, configurar y obtener el precio de los sistemas dentro de la línea

completa de productos de Dell, ordenar sistemas por Internet y dar seguimiento a los pedidos desde la fabricación de los productos hasta su envío.

- *Los clientes pueden comprar productos fabricados a la medida de sus necesidades y servicios personalizados.* Dell cree que el modelo de negocios directo es el más eficaz para ofrecer soluciones que satisfacen las necesidades de los clientes. Además, el proceso de fabricación de Dell es flexible y los productos se fabrican sobre pedido, lo que permite a Dell tener una rotación de inventarios de cuatro días en promedio y reducir los niveles de éstos. Lo anterior, a su vez, permite a Dell introducir con rapidez la tecnología relevante más avanzada antes que otras empresas que tienen canales de distribución indirectos y lentos, así como trasladar con rapidez los ahorros en costos directamente a los clientes.
- *Dell es líder en costos bajos.* La administración altamente eficiente de la cadena de suministros y fabricación, la eficiencia del modelo de negocios directo y la concentración en las tecnologías basadas en estándares permiten a Dell mantener la estructura de costos más baja entre sus principales competidores, y trasladar dichos ahorros a sus clientes. El empeño invariable de Dell en reducir costos le permite proporcionar sistemáticamente valor superior a los clientes.
- *Dell ofrece un solo punto de responsabilidad a sus clientes.* Dell reconoce que a medida que las necesidades tecnológicas se vuelven más complejas, se hace mucho más difícil para los clientes satisfacer con eficiencia sus necesidades informáticas. Por lo tanto, Dell se esfuerza por ser el único punto de responsabilidad para los clientes que enfrentan desafíos tecnológicos complejos. Dell ofrece una gama de servicios diseñados para que los clientes puedan maximizar el rendimiento de los sistemas, su eficiencia y el rendimiento de la inversión.
- *Las tecnologías basadas en estándares no patentados ofrecen el mejor valor a los clientes.* Dell está convencida de que las tecnologías basadas en estándares no patentados son cruciales para ofrecer a los clientes productos y servicios adecuados y de alto valor. El enfocarse en los estándares brinda a los clientes el beneficio de una amplia investigación y desarrollo por parte de Dell y toda la cadena de suministros, y no de una sola compañía. A diferencia de la tecnología patentada, los estándares ofrecen flexibilidad y variedad a los clientes, al mismo tiempo que les permiten basar sus decisiones de compra en el rendimiento, el costo y la atención al cliente.

Productos

Dell diseña, crea, fabrica, comercializa, vende y brinda asistencia técnica a una amplia gama de productos que se adaptan a la medida de las necesidades de los clientes. Éstos incluyen sistemas empresariales, sistemas cliente, sistemas de impresión e imagen, software y periféricos.

- *Servidores.* La línea de servidores PowerEdge™, basada en estándares, de Dell se ha diseñado para ofrecer a los clientes rendimiento, fiabilidad y escalabilidad a precios accesibles. Las opciones incluyen servidores de torre y en formato “rack”, de alto rendimiento, para clientes empresariales, y servidores de torre para organizaciones y redes pequeñas, a precios sumamente bajos. Dell ocupa el primer lugar en Estados Unidos y el segundo al nivel mundial en embarques de servidores x86 (basados en arquitectura estándar Intel). Durante el año calendario 2004, Dell aumentó su participación en las ventas mundiales de servidores x86 en 1.5 puntos porcentuales y mantuvo su posición número dos en esta categoría, con 24.8%.
- *Almacenamiento.* Las líneas de productos de almacenamiento Dell/EMC y PowerVault™ de Dell ofrecen a los clientes una cartera diversificada de productos rentables de hardware y software para almacenar, operar y proteger datos de los clientes. Dell ofrece productos de almacenamiento externo, respaldo en cinta, almacenamiento conectado a la red, formaciones de fibra canal, redes de área de almacenamiento y soluciones en formato de “rack”. Los ingresos totales en el ramo de almacenamiento aumentaron 16% en el ejercicio fiscal 2005 y siguen sustentados en la asociación a cuatro años de Dell con EMC Corporation.
- *Estaciones de trabajo.* Las estaciones de trabajo portátiles y de escritorio Dell Precision™ están dirigidas a usuarios profesionales que exigen rendimiento excepcional para ejecutar aplicacio-

nes complejas, como diseño tridimensional asistido por computadora, creación de contenido digital, sistemas de información geográfica, animación por computadora, creación de software y análisis financiero. En 2004, Dell ocupó el primer lugar en Estados Unidos y el mundo en envíos unitarios de estaciones de trabajo de marca.

- *Productos de red*. Los switches PowerConnect™ de Dell conectan computadoras y servidores en redes pequeñas y medianas. Los productos PowerConnect ofrecen a los clientes características de categoría empresarial y confiabilidad a bajo costo.
- *Computadoras portátiles (lap tops)*. Dell ofrece dos líneas de sistemas de cómputo portátiles. La línea Latitude™ se ha diseñado para atender las necesidades de una amplia gama de empresas y organizaciones, que incluyen alto rendimiento, movilidad y flexibilidad. La línea Latitude incluye desde modelos listos para conexión inalámbrica, alta capacidad de expansión y características completas hasta modelos ligeros, delgados y ultra portátiles. La línea Inspiron™ está dirigida a clientes que necesitan sistemas de cómputo de alto rendimiento a precios competitivos. Los clientes típicos son particulares o empresas medianas y pequeñas que requieren rendimiento óptimo por su inversión. Dell ocupó el primer lugar en Estados Unidos y el mundo en ventas de computadoras portátiles en 2004.
- *Sistemas de cómputo de escritorio (PCs)*. Los clientes de Dell pueden elegir entre dos líneas de sistemas de cómputo de escritorio. La línea OptiPlex™ se ha diseñado para clientes corporativos, institucionales y pequeñas empresas, que exigen sistemas muy confiables, estables, manejables y que no requieren mucho servicio dentro de sus entornos de red. La línea Dimension™ se ha diseñado para pequeñas empresas y usuarios domésticos que requieren herramientas tecnológicas veloces y computación de alto rendimiento. La línea Dimension incluye de ordinario los componentes más avanzados de alto rendimiento. Los clientes de Dimension incluyen clientes corporativos e institucionales, así como pequeñas empresas y usuarios domésticos. Dell ocupó el primer lugar en Estados Unidos y el mundo en embarques de computadoras de escritorio en 2004.
- *Sistemas de impresión e imagen*. Dell ofrece una amplia variedad de impresoras marca Dell, que varían entre impresoras de fotografías para consumidores e impresoras láser multifuncionales para grupos de trabajo corporativos. La línea de productos de impresión Dell se centra en hacer fácil comprar, tener y usar una impresora. Todas las impresoras Dell están equipadas con el Dell Ink Management System™ o el Dell Toner Management System™, que simplifican el proceso de compra de suministros al mostrar los niveles de tinta o toner en la ventana de estado durante todos los trabajos de impresión y advierten oportunamente a los usuarios de la necesidad de adquirir cartuchos de repuesto directamente con Dell. Durante el ejercicio fiscal 2005, Dell vendió más de cinco millones de impresoras marca Dell.
- *Software y periféricos*. Dell ofrece una multitud de productos de software y periféricos a precios competitivos, que incluye una amplia variedad de títulos de software, monitores, televisores de plasma y de cristal líquido, reproductores de MP3, computadoras de mano, accesorios para computadoras portátiles, productos de red e inalámbricos, memoria, cámaras digitales, proyectores, adaptadores de corriente y escáneres. Dell introdujo varios productos periféricos nuevos en el ejercicio fiscal 2005, entre otros, una nueva línea de televisores de plasma.

Servicios

Con la aplicación del modelo de negocios directo a su oferta de servicios mundiales, Dell trata de simplificar la experiencia informática de los clientes, ofreciendo una gama completa de soluciones flexibles, adaptadas a la medida de las necesidades. Dell ofrece una cartera de servicios que ayudan a los clientes a maximizar el valor de sus inversiones en tecnología informática, implementar los sistemas con rapidez, y educar a los profesionales y consumidores de tecnología informática.

- *Servicios administrados*. La amplia gama de servicios de administración de tecnología informática de Dell permite a los clientes reducir los costos anuales de servicio y mejorar el rendimiento sin sacrificar el control de sus sistemas. El área de servicios administrados de Dell

brinda asistencia a los clientes en la planeación, implementación, mantenimiento, administración de activos, servicios de campo en sitio y otros servicios relacionados.

- *Servicios profesionales.* El área de servicios profesionales de Dell ayuda a las empresas a utilizar la tecnología emergente, aumentar las eficiencias, reducir el riesgo empresarial y maximizar el rendimiento de la inversión en tecnología. Usando su experiencia y mejores prácticas en consultoría tecnológica, desarrollo de aplicaciones, integración de soluciones y diseño de infraestructura, Dell diseña, crea e implementa soluciones tecnológicas integrales.
- *Servicios de implementación.* Los servicios de implementación de Dell están diseñados para configurar e implementar con rapidez los sistemas y productos de Dell en entornos informáticos. Los servicios de integración de Dell, personalizados de fábrica, permiten a los clientes configurar los sistemas para satisfacer sus necesidades específicas de hardware y software. Otros servicios de implementación incluyen la administración de activos y servicios de recuperación, servicios de entrega personalizados, servicios de instalación, servicios administrados de implementación y servicios de administración de imagen.
- *Servicios de asistencia técnica.* Dell ofrece una variedad de servicios personalizados y programas de asistencia diseñados a la medida de las necesidades específicas de los clientes. Dell opera los llamados Enterprise Command Centers en Estados Unidos, Irlanda, China y Japón para proporcionar asistencia rápida, las veinticuatro horas del día, para sistemas empresariales críticos. Además, Dell ofrece una garantía limitada en todos los sistemas de cómputo y asistencia técnica limitada las veinticuatro horas del día, por teléfono e Internet. Dell también ofrece ampliaciones de las garantías y servicios, como el de daños accidentales CompleteCare™, el servicio de asistencia técnica en el hogar At Home Service (proporcionado a través de contratos de terceros con los clientes), Helpdesk para todo tipo de asistencia en software y periféricos, y Gold Technical Support para servicio técnico avanzado.
- *Servicios de capacitación y certificación.* Dell ofrece programas de capacitación y certificación para empresas y clientes particulares en todo el mundo. Los programas de capacitación por Internet de Dell incluyen más de 1 200 cursos para consumidores, empresas y profesionales de tecnología informática. Los cursos están diseñados para todos los niveles de aptitud y abarcan desde finanzas personales hasta productividad empresarial y certificación en tecnología informática.

Servicios financieros

Dell ofrece varias opciones de financiamiento, servicios de administración de activos y otros servicios financieros a sus clientes empresariales y particulares en Estados Unidos por medio de Dell Financial Services L.P. ("DFS"), una *joint venture* entre Dell y CIT Group, Inc. ("CIT"). El lector encuentra información adicional sobre las opciones de financiamiento que ofrece Dell en la "Partida 7: Discusión y análisis de la gerencia respecto a la situación financiera y los resultados de operación. Acuerdos fuera del balance general" y en la nota 6 de las Notas a los estados financieros consolidados, incluidas en la "Partida 8: Estados financieros y datos complementarios". Véase también la "Partida 1: Empresa. Factores que afectan las actividades empresariales y las perspectivas de Dell", para obtener información acerca de los riesgos relacionados con DFS.

Ventas y marketing

Dell vende sus productos y servicios directamente a sus clientes mediante representantes de ventas especializados, ventas por teléfono y por Internet a través de www.dell.com. Los clientes de Dell incluyen empresas grandes, gobierno, sector salud y sector educativo, así como pequeñas y medianas empresas y clientes particulares. Dentro de cada una de sus regiones geográficas, Dell ha dividido sus recursos de ventas y marketing entre estos diferentes grupos de clientes. Ningún cliente representó más de 10% de los ingresos netos consolidados de Dell en ninguno de los últimos tres ejercicios fiscales. Véase la "Partida 1: Empresa. Factores que afectan las actividades empresariales y las perspectivas de Dell", para obtener información acerca de los riesgos relacionados con los contratos gubernamentales.

Las campañas de venta y marketing de Dell se organizan en torno a las necesidades, tendencias y características de los clientes de Dell. El modelo de negocios directo de Dell proporciona información directa y continua de los clientes, lo que permite a la empresa crear y perfeccionar sus productos y programas de marketing para grupos específicos de clientes. Este flujo constante de comunicación, que sólo se da con el modelo de negocios directo, también permite a Dell medir con rapidez la satisfacción de sus clientes y dirigir productos nuevos y existentes a segmentos específicos.

En el caso de los clientes empresariales e institucionales, Dell mantiene un equipo de vendedores de campo en todo el mundo. Los equipos de cuentas especializadas, que incluyen ingenieros y consultores en sistemas, basados en el campo, cultivan relaciones a largo plazo para ofrecer a los clientes grandes una sola fuente de asistencia y diseñar programas de marketing específicos para estos clientes. En lo que respecta a los clientes grandes multinacionales, Dell ofrece varios programas diseñados para ofrecer puntos únicos de contacto y responsabilidad con especialistas en cuentas internacionales, precios internacionales especiales, servicio uniforme y programas de asistencia entre regiones internacionales, así como acceso a instalaciones centrales de compra. Dell también mantiene programas específicos de ventas y marketing dirigidos a organismos gubernamentales federales, estatales y locales, así como mercados específicos de los sectores de la salud y la educación.

Dell comercializa sus productos y servicios para pequeñas y medianas empresas y consumidores particulares principalmente mediante publicidad en televisión e Internet, anuncios en una variedad de publicaciones impresas, o envíos por correo de una amplia gama de publicaciones de marketing directo, como secciones promocionales, catálogos y boletines informativos para los clientes. En ciertos estados de la Unión Americana y algunos otros países, Dell también opera las Dell Direct Stores, que son kioscos situados por lo regular dentro de centros comerciales, que permiten a los clientes ver los productos de Dell en persona y realizar compras en línea con la asistencia de un experto de Dell.

DATOS FINANCIEROS SELECCIONADOS

	EJERCICIO FISCAL FINALIZADO EL				
(Millones de dólares, excepto los datos por acción)	**28 de enero de 2005[a]**	**30 de enero de 2004**	**31 de enero de 2003**	**1 de febrero de 2002[b]**	**2 de febrero de 2001[c]**
Resultados de las operaciones					
Ingresos netos	$49 205	$41 444	$35 404	$31 168	$31 888
Margen bruto	9 015	7 552	6 349	5 507	6 443
Utilidad de operación	4 254	3 544	2 844	1 789	2 663
Ingreso antes del efecto acumulativo del cambio en el principio de contabilidad[d]	3 043	2 645	2 122	1 246	2 236
Utilidad neta	$ 3 043	$ 2 645	$ 2 122	$ 1 246	$ 2 177
Utilidades por acción común:					
Antes del efecto acumulativo del cambio en el principio de contabilidad:					
Básicas	$ 1.21	$ 1.03	$ 0.82	$ 0.48	$ 0.87
Diluidas	$ 1.18	$1.01	$ 0.80	$ 0.46	$ 0.81
Después del efecto acumulativo en el principio de contabilidad:					
Básicas	$ 1.21	$ 1.03	$ 0.82	$ 0.48	$ 0.84
Diluidas	$ 1.18	$ 1.01	$ 0.80	$ 0.46	$ 0.79
Promedio ponderado del número de acciones en circulación:					
Básicas	2 509	2 565	2 584	2 602	2 582
Diluidas	2 568	2 619	2 644	2 726	2 746
Flujo de efectivo y datos del balance general					
Efectivo neto proporcionado por las actividades de operación	$ 5 310	$ 3 670	$3 538	$3 797	$ 4 195
Efectivo, equivalentes de efectivo e inversiones	14 126	11 922	9 905	8 287	7 853
Total del activo	23 215	19 311	15 470	13 535	13 670
Deuda a largo plazo	505	505	506	520	509
Total del capital de los accionistas	$ 6 485	$ 6 280	$4 873	$4 694	$ 5 622

[a] Durante el cuarto trimestre del ejercicio fiscal 2005, Dell registró un cargo de impuestos por repatriación de 280 millones de dólares de conformidad con un incentivo fiscal favorable otorgado por la Ley estadounidense para la creación de empleos de 2004. Este cargo fiscal se relaciona con la decisión de Dell de repatriar 4 100 millones de dólares en utilidades extranjeras.

[b] Incluye un cargo antes de impuestos de 742 millones de dólares. Aproximadamente 482 millones de dólares se relacionan con prestaciones de terminación del empleo, costos de cierre de instalaciones y otras afectaciones de activos y costos de salida, en tanto que el saldo de 260 millones de dólares se relaciona con reducciones que no son temporales en el valor justo de las acciones ordinarias.

[c] Incluye un cargo antes de impuestos de 105 millones de dólares relacionado con prestaciones de terminación del empleo y costos de cierre de instalaciones.

[d] A partir del 29 de enero de 2000, Dell cambió su contabilidad con respecto al reconocimiento de ingresos, de conformidad con lo estipulado en el Staff Accounting Bulletin ("SAB") No. 101, *Revenue Recognition in Financial Statements,* publicado por la Comisión de Valores y Bolsa de Estados Unidos ("SEC"). El efecto acumulativo del cambio en las utilidades retenidas a principios del ejercicio fiscal 2001 resultó en un cargo a los ingresos del ejercicio fiscal 2001 de 59 millones de dólares (netos, después de deducir el impuesto sobre las utilidades por 25 millones de dólares). Con excepción del ajuste por el efecto acumulativo, el efecto del cambio en el ingreso neto del ejercicio fiscal terminado el 2 de febrero de 2001 no fue importante.

Certificación por: 1) Kevin B. Rollins, Presidente del consejo directivo y Director General (CEO), y 2) James M. Schneider, Vicepresidente senior y Director Financiero (CFO)

1. He revisado este informe anual en el formulario 10-K de Dell Inc.
2. Basado en mi conocimiento, este informe no contiene ninguna declaración falsa sobre un hecho importante ni omite declarar ningún hecho importante necesario para hacer que las declaraciones efectuadas, en vista de las circunstancias en las que dichas declaraciones se realizaron, no sean engañosas con respecto al periodo que abarca este informe.
3. Basado en mi conocimiento, los estados financieros, así como otra información financiera incluida en este informe, presentan imparcialmente en todos los aspectos importantes la situación financiera, los resultados de las operaciones y los flujos de efectivo de la empresa registrante durante los periodos presentados en este informe;
4. Los otros ejecutivos de la empresa que certifican este informe y yo somos responsables conjuntamente de establecer y mantener controles y procedimientos de revelación [según se define en las reglamentaciones 13a-15(e) y 15d-15(e) de la Ley de valores] y controles internos de la información financiera [según se define en las reglamentaciones 13a-15(f) y 15d-15(f) de la Ley de valores] de la empresa registrante y hemos:
   a) Diseñado tales controles y procedimientos de revelación, o hemos hecho que tales controles y procedimientos de revelación se diseñen bajo nuestra supervisión, para garantizar que toda la información importante relacionada con la empresa registrante, que incluye sus subsidiarias consolidadas, nos sea informada por otros dentro de dichas entidades, en especial durante el periodo en el que se está preparando este informe.
   b) Diseñado tales controles internos sobre la información financiera, o hemos hecho que tales controles sobre la información financiera se diseñen bajo nuestra supervisión, para ofrecer una seguridad razonable referente a la fiabilidad de los informes financieros y la preparación de éstos para propósitos externos de conformidad con los principios de contabilidad generalmente aceptados.
   c) Evaluado la eficacia de los controles y procedimientos de revelación de la empresa registrante y hemos presentado en este informe nuestras conclusiones respecto a la eficacia de los controles y procedimientos de revelación a la fecha de finalización del periodo que abarca este informe con base en dicha evaluación.
   d) Revelado en este informe los cambios en los controles internos de la empresa registrante sobre los informes financieros, que ocurrieron en el trimestre fiscal más reciente (el cuarto trimestre fiscal del registrante en el caso del informe anual), que hayan afectado de manera considerable, o que es probable que afecten de manera considerable, el control interno de la empresa registrante sobre la información financiera; y
5. Los otros ejecutivos que certifican este informe y yo hemos revelado, con base en nuestra más reciente evaluación del control interno sobre la información financiera, a los auditores de la empresa y al comité de auditoría del consejo de administración de la empresa (o a las personas que desempeñan funciones equivalentes):
   a) Todas las deficiencias importantes y puntos débiles en el diseño u operatividad de los controles internos que, dentro de lo razonable es probable que afecten adversamente la capacidad de la empresa para registrar, procesar, resumir y divulgar información financiera; y

b) Cualquier fraude, sea o no considerable, que implique a la administración u otros empleados que desempeñan una función importante en el control interno de la empresa sobre la información financiera.

7 de marzo de 2005

/firma/ KEVIN B. ROLLINS	/firma/ JAMES M. SCHNEIDER
Kevin B. Rollins	James M. Schneider
Presidente del consejo directivo	*Vicepresidente Senior*
y Director General	*y Director Financiero*

INFORME DEL DESPACHO INDEPENDIENTE DE CONTADORES PÚBLICOS REGISTRADOS

Al Consejo de administración y los accionistas de Dell Inc.

Hemos concluido la auditoría integral de los estados financieros consolidados de Dell Inc., al 28 de enero de 2005, y de los controles internos sobre la información financiera al 28 de enero de 2005, así como las auditorías de los estados financieros consolidados al 30 de enero de 2004 y el 31 de enero de 2003, de conformidad con las normas del Public Company Accounting Oversight Board (Estados Unidos). Nuestras opiniones, con base en las auditorías realizadas, se presentan a continuación.

Estados financieros consolidados y anexo de los estados financieros

En nuestra opinión, los estados financieros consolidados que se enumeran en el índice adjunto presentan con objetividad, en todos los aspectos importantes, la situación financiera de Dell Inc. y de sus subsidiarias al 28 de enero de 2005 y el 30 de enero de 2004, así como los resultados de las operaciones y los flujos de efectivo en cada uno de los tres años anteriores que abarca el periodo que finalizó el 28 de enero de 2005, de conformidad con los principio de contabilidad generalmente aceptado en Estados Unidos de América. Además, en nuestra opinión, el anexo de los estados financieros que aparece en el índice acompañante presenta con objetividad, en todos los aspectos importantes, la información que contiene cuando se lee conjuntamente con los estados financieros consolidados relacionados. Estos estados financieros y su anexo son responsabilidad de la administración de la empresa. Nuestra responsabilidad consiste en expresar una opinión sobre dichos estados financieros y su anexo con base en nuestras auditorías. Hemos realizado las auditorías de estos estados financieros de conformidad con las normas del Public Company Accounting Oversight Board (Estados Unidos). Estas normas exigen planear y realizar la auditoría de modo que sea posible obtener una seguridad razonable sobre la presencia o no de errores importantes en los estados financieros. Una auditoría de estados financieros incluye el estudio, basado en pruebas, de la documentación que sustenta los montos y demás datos presentados en los estados financieros, la determinación de los principios de contabilidad aplicados y de los cálculos importantes efectuados por la administración, y la evaluación de la presentación global de los estados financieros. Consideramos que nuestras auditorías constituyen una base razonable para sustentar nuestra opinión.

Control interno sobre la información financiera

También, en nuestra opinión, la evaluación de la administración, incluida en el Informe de la administración sobre el control interno de la información financiera, que aparece bajo la Partida 9A: Controles y procedimientos, respecto a que la empresa mantenía un sistema de control interno eficaz sobre la información financiera al 28 de enero de 2005, con base en los criterios establecidos en el *Internal Control-Integrated Framework* emitido por el Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission (COSO), se presenta con objetividad, en todos los aspectos importantes, con base en dichos criterios. Además, en nuestra opinión, la empresa mantenía, en todos los aspectos importantes, un sistema de control interno eficaz sobre la información financiera al 28 de enero de 2005, con base en los criterios establecidos en el *Internal Control-Integrated Framework* emitido por el COSO. La administración de la empresa es responsable de mantener un sistema de control interno eficaz sobre la información financiera y de evaluar su eficacia. Nuestra responsabilidad consiste en expresar opiniones sobre la evaluación de la administración y sobre la eficacia del control interno de la empresa sobre la información financiera con base en nuestra auditoría. Hemos realizado la auditoría del control interno sobre la información financiera de acuerdo con las normas del Public Company Accounting Oversight Board (Estados Unidos). Estas normas exigen que la auditoría se planee y ejecute con el fin de obtener una seguridad razonable acerca de si se mantuvo un sistema de control interno eficaz sobre la información financiera en todos los aspectos importantes. Una auditoría del control interno sobre la información financiera incluye entender el sistema de control interno sobre la información financiera, valorar la evaluación de la administración de la empresa, probar y evaluar el diseño y la eficacia operativa del control interno y llevar a cabo cualesquiera otros procedimientos que consideremos como necesarios en las circunstancias. Creemos que nuestra auditoría constituye una base razonable para nuestras opiniones.

El sistema de control interno de una empresa sobre su información financiera es un proceso diseñado para aportar seguridad razonable sobre la fiabilidad de la información financiera y la preparación de los estados financieros para propósitos externos, de conformidad con principios de contabilidad generalmente aceptados. El control interno de una empresa sobre su información financiera incluye las políticas y procedimientos que: i) propician el mantenimiento de registros, razonablemente detallados, que reflejen de manera precisa y objetiva las transacciones y disposiciones de activos de la compañía; ii) aportan seguridad razonable de que las transacciones se registran según es necesario para permitir la preparación de los estados financieros de acuerdo con principios de contabilidad generalmente aceptados, y que los ingresos y gastos de la empresa sólo se efectúan de acuerdo con las autorizaciones de la dirección y el consejo de administración de la empresa; y iii) aportan seguridad razonable sobre la prevención o detección oportuna de la adquisición, el uso o la disposición no autorizados de los activos de la empresa que podrían tener un efecto importante en los estados financieros.

Debido a sus limitaciones inherentes, el control interno sobre la información financiera podría no prevenir, ni detectar distorsiones. Asimismo, la proyección de cualquier evaluación de eficacia a periodos futuros tiene el riesgo de que los controles podrían llegar a ser inadecuados debido a cambios en las circunstancias, o a que el grado de acatamiento de las políticas o procedimientos de control podría deteriorarse.

PRICEWATERHOUSECOOPERS LLP

Austin, Texas
3 de marzo de 2005

DELL INC.
Estados consolidados de situación financiera

(Millones de dólares)	28 de enero de 2005	30 de enero de 2004
Activos		
Activo circulante		
Efectivo y equivalentes de efectivo	$ 4 747	$4 317
Inversiones a corto plazo	5 060	835
Cuentas por cobrar, neto	4 414	3 635
Inventarios	459	327
Otros	2 217	1 519
Total del activo circulante	16 897	10 633
Inmuebles, planta y equipo, neto	1 691	1 517
Inversiones	4 319	6 770
Otros activos no circulantes	308	391
Total del activo	$ 23 215	$19 311
Pasivo y capital de los accionistas		
Pasivo circulante		
Cuentas por pagar	$ 8 895	$ 7 316
Acumulaciones y otros	5 241	3 580
Total del pasivo circulante	14 136	10 896
Deuda a largo plazo	505	505
Otros pasivos no circulantes	2 089	1 630
Total del pasivo	16 730	13 031
Compromisos y pasivos contingentes (nota 8)	—	—
Capital de los accionistas		
Acciones preferentes y capital por encima de .01 dólares valor a la par; acciones emitidas y en circulación: ninguna	—	—
Acciones comunes y capital por encima de .01 dólares valor a la par; acciones autorizadas: 7 000; acciones emitidas: 2 769 y 2 721, respectivamente	8 195	6 823
Acciones en tesorería, al costo; 284 y 165 acciones, respectivamente	(10 758)	(6 539)
Utilidades retenidas	9 174	6 131
Otras pérdidas combinadas	(82)	(83)
Otros	(44)	(52)
Total del capital de los accionistas	6 485	6 280
Total del pasivo y capital	$ 23 215	$19 311

DELL INC.

Estados de resultados consolidados

(Millones de dólares, excepto las cantidades por acción)	**Ejercicio fiscal finalizado el 28 de enero de 2005**	**30 de enero de 2004**	**31 de enero de 2003**
Ingresos netos	$49 205	$41 444	$35 404
Costo de los ingresos	40 190	33 892	29 055
Margen bruto	9 015	7 552	6 349
Gastos de operación			
Gastos de venta, generales y administrativos	4 298	3 544	3 050
Investigación, desarrollo e ingeniería	463	464	455
Total de gastos de operación	4 761	4 008	3 505
Utilidad de operación	4 254	3 544	2 844
Inversiones y otros ingresos, neto	191	180	183
Ingreso antes de impuesto sobre las utilidades	4 445	3 724	3 027
Provisión para el pago del impuesto sobre las utilidades	1 402	1 079	905
Utilidad neta	$ 3 043	$ 2 645	$ 2 122
Utilidades por acción común			
Básicas	$ 1.21	$ 1.03	$ 0.82
Diluidas	$ 1.18	$ 1.01	$ 0.80
Promedio ponderado de acciones en circulación:			
Básicas	2 509	2 565	2 584
Diluidas	2 568	2 619	2 644

DELL INC.

Estados consolidados de flujos de efectivo

(Millones de dólares)	EJERCICIO FISCAL FINALIZADO EL 28 de enero de 2005	30 de enero de 2004	31 de enero de 2003
Flujos de efectivo de actividades de operación			
Utilidad neta	$ 3 043	$ 2 645	$2 122
Ajustes para conciliar el ingreso neto con el efectivo neto proveniente de las actividades de operación:			
Depreciación y amortización	334	263	211
Beneficios fiscales de los planes de acciones para empleados	249	181	260
Efectos de las variaciones del tipo de cambio en activos monetarios y pasivos denominados en divisas	(602)	(677)	(537)
Otros	78	113	60
Cambios en:			
Capital de trabajo de operación	1 755	872	1 210
Activos y pasivos a largo plazo	453	273	212
Efectivo neto proveniente de las actividades de operación	5 310	3 670	3 538
Flujos de efectivo de actividades de inversión			
Inversiones:			
Compras	(12 261)	(12 099)	(8 736)
Vencimientos y ventas	10 469	10 078	7 660
Gastos de capital	(525)	(329)	(305)
Compra de activos mantenidos en instalaciones maestras de arrendamiento	—	(636)	—
Efectivo supuesto en la consolidación de Dell Financial Services L.P.	—	172	—
Efectivo neto utilizado en actividades de inversión	(2 317)	(2 814)	(1 381)
Flujos de efectivo de actividades de financiamiento			
Recompra de acciones comunes	(4 219)	(2 000)	(2 290)
Emisión de acciones comunes de conformidad con planes para empleados y otros	1 091	617	265
Efectivo neto utilizado en actividades de financiamiento	(3 128)	(1 383)	(2 025)
Efecto de las variaciones del tipo de cambio en el efectivo y los equivalentes de efectivo	565	612	459
Incremento neto en el efectivo y los equivalentes de efectivo	430	85	591
Efectivo y equivalentes de efectivo al principio del periodo	4 317	4 232	3 641
Efectivo y equivalentes de efectivo al final del periodo	$ 4 747	$ 4 317	$4 232

DELL INC.

Estados consolidados de capital de los accionistas

(Millones de dólares)	Acciones comunes y capital por encima del valor a la par		Acciones en tesorería		Utilidades retenidas	Otros ingresos (pérdidas) combinados	Otros	Total
	Acciones	Monto	Acciones	Monto				
Saldos al 1 de febrero de 2002	2 654	$5 605	52	$ (2 249)	$1 364	$ 38	$(64)	$ 4 694
Utilidad neta	—	—	—	—	2 122	—	—	2 122
Cambio en la ganancia neta no realizada sobre inversiones, neto después de deducir 14 dls. de impuestos	—	—	—	—	—	26	—	26
Ajustes de conversión de moneda extranjera	—	—	—	—	—	4	—	4
Cambio en la pérdida neta no realizada sobre 42 dls. de impuestos	—	—	—	—	—	(101)	—	(101)
Total de ingreso combinado								2 051
Emisiones de acciones de conformidad con planes para empleados, incluidos los beneficios fiscales	27	410	—	—	—	—	6	416
Recompras	—	—	50	(2 290)	—	—	—	(2 290)
Otros	—	3	—	—	—	—	(1)	2
Saldos al 31 de enero de 2003	2 681	6 018	102	(4 539)	3 486	(33)	(59)	4 873
Utilidad neta	—	—	—	—	2 645	—	—	2 645
Cambio en la ganancia neta no realizada sobre inversiones, neto después de deducir 19 dls. de impuestos	—	—	—	—	—	(35)	—	(35)
Ajustes de conversión de moneda extranjera	—	—	—	—	—	6	—	6
Cambio en la pérdida neta no realizada sobre instrumentos derivados, neto después de deducir 5 dls. de impuestos	—	—	—	—	—	(21)	—	(21)
Total de ingreso combinado								2 595
Emisiones de acciones de conformidad con planes para empleados, incluidos los beneficios fiscales	40	805	—	—	—	—	—	805
Recompras	—	—	63	(2 000)	—	—	—	(2 000)
Otros	—	—	—	—	—	—	7	7
Saldos al 30 de enero de 2004	2 721	6 823	165	(6 539)	6 131	(83)	(52)	6 280
Utilidad neta	—	—	—	—	3 043	—	—	3 043
Cambio en la ganancia neta no realizada sobre inversiones, neto después de deducir 16 dls. de impuestos	—	—	—	—	—	(52)	—	(52)
Ajustes de conversión de moneda extranjera	—	—	—	—	—	1	—	1
Cambio en la pérdida neta no realizada sobre instrumentos derivados, neto después de deducir 21 dls. de impuestos	—	—	—	—	—	52	—	52
Total de ingreso combinado								3 044
Emisiones de acciones de conformidad con planes para empleados, incluidos los beneficios fiscales	48	1 372	—	—	—	—	—	1 372
Recompras	—	—	119	(4 219)	—	—	—	(4 219)
Otros	—	—	—	—	—	—	8	8
Saldos al 28 de enero de 2005	2 769	$8 195	284	$(10 758)	$9 174	$ (82)	$(44)	$ 6 485

NOTA 1: DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA Y RESUMEN DE LAS POLÍTICAS DE CONTABILIDAD IMPORTANTES

Descripción de la empresa. Dell Inc., una sociedad constituida de acuerdo con las leyes de Delaware, y sus subsidiarias consolidadas (denominadas colectivamente "Dell") diseña, crea, fabrica, comercializa, vende y brinda asistencia técnica a una amplia gama de sistemas de cómputo y servicios que se adaptan a la medida de las necesidades del cliente. Éstos incluyen sistemas empresariales (servidores, almacenamiento, estaciones de trabajo y productos de red), sistemas cliente (sistemas de cómputo portátiles y de escritorio), sistemas de impresión e imagen, software y periféricos, y servicios integrales. Dell comercializa y vende sus productos directamente a sus clientes, que incluyen cuentas de empresas grandes, gobierno, sector salud y sector educativo, así como pequeñas y medianas empresas y clientes particulares.

Ejercicio fiscal. El ejercicio fiscal anual de Dell abarca un periodo de 52 o 53 semanas que termina el viernes más próximo al 31 de enero. Los ejercicios fiscales de 2005, 2004 y 2003 incluyeron 52 semanas.

Principios de consolidación. Los estados financieros consolidados adjuntos incluyen las cuentas de Dell y de sus subsidiarias de propiedad entera y sus subsidiarias controladas de propiedad mayoritaria, y se han preparado de conformidad con los principios de contabilidad generalmente aceptados en Estados Unidos de América ("GAAP"). Todas las transacciones y saldos considerables entre compañías se han eliminado.

En la actualidad, Dell es socio de Dell Financial Services L.P. ("DFS"), una *joint venture* con CIT Group Inc. ("CIT"). Esta *joint venture* permite a Dell ofrecer a sus clientes diversas opciones de financiamiento, al mismo tiempo que CIT proporciona el financiamiento entre DFS y el cliente para ciertas transacciones. Dell empezó a consolidar los resultados financieros de DFS a principios del tercer trimestre del ejercicio fiscal 2004 debido a la adopción de la Interpretación núm. 46R ("FIN 46R") del Financial Accounting Standards Board ("FASB"). La consolidación de DFS no tuvo ningún efecto en el ingreso neto de Dell o sus utilidades por acción porque Dell había estado registrando históricamente su participación de 70% en el capital accionario de DFS según el método de participación. Véase la nota 6 en "Notas a los estados financieros consolidados".

Uso de estimaciones. La preparación de los estados financieros de acuerdo con los GAAP requiere el uso de ciertos estimados de la gerencia. Estos estimados son de carácter subjetivo y suponen juicios que afectan las cantidades registradas de activos y pasivos, la revelación de los activos y pasivos contingentes a finales del ejercicio fiscal anual y las cantidades registradas de ingresos y gastos durante el ejercicio fiscal. Los resultados reales podrían diferir de los estimados.

Efectivo y equivalentes de efectivo. Todas las inversiones muy líquidas con vencimientos originales de tres meses o menos a la fecha de compra se registran al costo más intereses acumulados, lo que se aproxima al valor justo, y se consideran equivalentes de efectivo. Todas las demás inversiones que no se consideran equivalentes de efectivo se clasifican por separado como inversiones.

Inversiones. Las inversiones de Dell en títulos de deuda y acciones comunes de empresas que cotizan en bolsa se clasifican como disponibles para venta y se registran a valor justo de mercado (con base en precios cotizados del mercado) usando el método de identificación espe-

cífica. Las ganancias y pérdidas netas no realizadas, después de deducir impuestos, se registran como un componente del capital de los accionistas. Las ganancias y pérdidas realizadas de inversiones se incluyen en inversiones y otros ingresos, netos cuando se realizan. Todas las demás inversiones se registran inicialmente al costo y se cargan contra el ingreso cuando se determina que una disminución en el valor justo de mercado de un título específico no es temporal.

Inventarios. Los inventarios se registran al precio más bajo entre costo y mercado, y el costo se determina con base en primeras entradas, primeras salidas.

Inmuebles, planta y equipo. Los inmuebles, planta y equipo se registran a costo de depreciación. La depreciación se realiza con base en el método de línea recta a través de las vidas útiles estimadas de los activos, que varían entre 10 y 30 años en el caso de edificios y entre dos y cinco años para todos los demás activos. Las mejoras en los bienes arrendados se amortizan a lo largo del periodo que resulte inferior entre cinco años y el plazo del contrato de arrendamiento. Las ganancias o pérdidas relacionadas con las cancelaciones o disposición de los activos fijos se reconocen en el periodo en que ocurren. Dell realiza revisiones de la afectación de los activos fijos siempre que algún suceso o cambio en las circunstancias indica que es posible que el valor en libros de un activo no se recupere. Dell capitaliza costos elegibles de desarrollo de software para uso interno incurridos posteriormente a la conclusión de la etapa preliminar del proyecto. Los costos de desarrollo se amortizan en el periodo que resulte más corto entre la vida útil esperada del software y cinco años.

Conversión de divisas. La mayoría de las ventas internacionales de Dell las realizan las subsidiarias internacionales, la mayoría de las cuales usan el dólar estadounidense como moneda funcional. Las transacciones locales en divisas de las subsidiarias internacionales, que usan el dólar estadounidense como moneda funcional, se vuelven a medir en dólares estadounidenses usando los tipos de cambio vigentes de los activos y pasivos monetarios y los tipos de cambio históricos en el caso de activos no monetarios. Las ganancias y pérdidas de volver a medir los activos y pasivos monetarios se incluyen en inversiones y otros ingresos, netos. Las subsidiarias de Dell que no usan el dólar estadounidense como moneda funcional convierten estos activos y pasivos a los tipos de cambio en vigor a la fecha del balance general. Los ingresos y gastos de estas subsidiarias internacionales se convierten usando el promedio mensual del tipo de cambio en vigor durante el periodo en que ocurren. Las ganancias y pérdidas resultantes de la conversión se incluyen como componente del capital de los accionistas.

Instrumentos de cobertura. Dell aplica la norma *Statement of Financial Accounting Standards ("SFAS") No. 133, Accounting for Derivative Instruments and Hedging Activities,* y sus enmiendas, que establece normas de contabilidad e informe para instrumentos derivados y actividades de cobertura. La SFAS No. 133 requiere que Dell reconozca todos los instrumentos derivados como activos o pasivos en su estado consolidado de situación financiera y que mida estos instrumentos a valor justo.

Acciones en tesorería. En vigor a partir del segundo trimestre del ejercicio fiscal 2002, Dell empezó a mantener sus acciones comunes recompradas como acciones en tesorería. Antes de esa fecha, Dell retiraba todas las acciones recompradas, las que se registraban como una reducción de las utilidades retenidas. Dell contabiliza las acciones en tesorería según el método de costos y las incluye como componente del capital de los accionistas.

Reconocimiento de ingresos. Los ingresos netos incluyen las ventas de hardware, software y periféricos, y servicios (incluidos los contratos de servicio ampliado y los de servicios profesionales). Estos productos y servicios se venden por separado, o como parte de un acuerdo de múltiples elementos. Dell asigna los honorarios de los acuerdos de múltiples elementos a los elementos basados en el valor justo relativo de cada elemento, que generalmente se basa en el precio de lista relativo de cada elemento. En las ventas de garantías ampliadas con un precio contractual por separado, Dell difiere los ingresos equivalentes al precio establecido por separado. Los ingresos

relacionados con los elementos no entregados se difieren y registran cuando se realiza la entrega. Los ingresos de productos se reconocen, netos después de deducir una provisión para devoluciones calculadas, cuando tanto el título como el riesgo de pérdida se trasladan al cliente, siempre que no quede ninguna obligación significativa. Los ingresos de los contratos de garantía ampliada y servicio, por los cuales Dell está obligado a actuar, se registran como ingresos diferidos y posteriormente se reconocen a lo largo del plazo del contrato o cuando se termina el servicio. Los ingresos de las ventas de contratos de terceros de garantía ampliada y servicio, por los cuales Dell no está obligado a actuar, se reconocen netos en el momento de la venta.

Dell difiere el costo de los productos enviados a la espera del reconocimiento de los ingresos hasta que los productos se entreguen y los ingresos se reconozcan. Los embarques de productos en tránsito a los clientes sumaron en total 430 y 387 millones de dólares al 28 de enero de 2005 y al 30 de enero de 2004, respectivamente, y se incluyen en otros activos circulantes en el estado consolidado de la situación financiera de Dell.

Venta de cuentas de financiamiento por cobrar. Dell vende ciertas cuentas por cobrar de préstamos y arrendamientos a una entidad para propósito especial en transacciones de bursatilización y otros títulos. Las cuentas por cobrar se retiran del estado de situación financiera en el momento en que se venden. Las cuentas por cobrar se consideran vendidas cuando se transfieren más allá del alcance de los acreedores de Dell, el cesionario tiene el derecho de dar en prenda o intercambiar los activos, y Dell ha cedido el control sobre los derechos y obligaciones de las cuentas por cobrar. Las ganancias y pérdidas de la venta de ciertas cuentas por cobrar de préstamos y arrendamientos se reconocen en el periodo en que ocurre la venta, con base en el valor justo relativo de la parte vendida y la parte asignada a los intereses retenidos.

Garantía. Dell registra sus obligaciones de garantía en el momento de la venta por un monto equivalente a los costos estimados en que podría haber incurrido para dar cumplimiento a su garantía básica limitada. Los términos y las condiciones específicos de las garantías varían de acuerdo con el producto vendido y el país en que Dell opera, pero generalmente incluye asistencia técnica, partes de repuesto, mano de obra y un periodo que varía entre 90 días y tres años. Los factores que afectan la obligación de Dell por garantías incluyen el número de unidades instaladas que actualmente se encuentran bajo garantía, los índices históricos y previstos de las reclamaciones de garantía relacionadas con dichas unidades, y el costo por reclamación para satisfacer la obligación de garantía de Dell. Cada trimestre, Dell revaloriza sus estimaciones para determinar la suficiencia de sus obligaciones de garantía registradas y ajusta las cantidades según sea necesario.

Costos de envío. Los costos de envío y manejo de Dell se incluyen en el costo de las ventas en el estado de resultados consolidado adjunto para todos los periodos presentados.

Gastos de venta, generales y administrativos. Los gastos de venta incluyen partidas, como las comisiones de venta, los costos de marketing y publicidad y los servicios de contratistas. Los costos de publicidad se pagan en cuanto se incurre en ellos y ascendieron a 576, 473 y 426 millones de dólares en los ejercicios fiscales 2005, 2004 y 2003, respectivamente. Los gastos generales y administrativos incluyen partidas de las funciones administrativas de Dell, como finanzas, jurídico, recursos humanos, y soporte informático. Estas funciones incluyen los costos de conceptos como salario, mantenimiento y suministros, seguros, gasto de depreciación, y provisión para cuentas incobrables.

Costos de investigación, desarrollo e ingeniería. Los costos de investigación, desarrollo e ingeniería se cubren en cuanto se incurre en ellos, de conformidad con lo estipulado en *SFAS No. 2, Accounting for Research and Development Costs*. Los gastos de investigación, desarrollo e ingeniería incluyen sobre todo los costos de nómina y otros relacionados con el personal, los honorarios de contratistas, los costos de infraestructura y los gastos administrativos relacionados directamente con el soporte de investigación y desarrollo.

Costos de desarrollo del sitio Web. Dell registra como gastos los costos de mantenimiento y mejoras menores en las características y funcionalidad de sus sitios Web.

Impuesto sobre las utilidades. Los activos y pasivos relativos al pago del impuesto sobre las utilidades se registran con base en la diferencia entre el estado financiero y la base fiscal de activos y pasivos usando tasas tributarias promulgadas, en vigor para el año en que se espera que las diferencias se reviertan.

Utilidades por acciones comunes. Las utilidades básicas por acción se basan en el efecto ponderado de todas las acciones comunes emitidas y en circulación, y se calculan dividiendo el ingreso neto entre el promedio ponderado de acciones en circulación durante el periodo. Las utilidades diluidas por acción se calculan dividiendo la utilidad neta entre el promedio ponderado de acciones comunes usado en el cálculo de las utilidades básicas por acción más el número de acciones comunes que se emitirían suponiendo el ejercicio o la conversión de todas las acciones comunes en circulación, potencialmente sujetas a dilución. Dell excluye los instrumentos de capital del cálculo de los promedios ponderados de acciones en circulación diluidas si el efecto de incluir dichos instrumentos es contrario a la dilución de las utilidades por acción. En consecuencia, ciertas opciones de compra de acciones para empleados y contratos de venta de acciones (durante el ejercicio fiscal 2003) se han excluido del cálculo del promedio ponderado de acciones diluidas, que sumaron en total 103, 138 y 192 millones de acciones durante los ejercicios fiscales 2005, 2004 y 2003, respectivamente.

En la siguiente tabla se presenta el cálculo de las utilidades básicas y diluidas por acción en cada uno de los últimos tres ejercicios fiscales anuales:

	EJERCICIO FISCAL FINALIZADO EL		
(Millones de dólares, excepto las cantidades por acción)	28 de enero de 2005	30 de enero de 2004	31 de enero de 2003
Numerador:			
Ingreso neto	$3 043	$2 645	$2 122
Denominador:			
Promedio ponderado de acciones en circulación			
Básicas	2 509	2 565	2 584
Opciones de compra de acciones para empleados y otros	59	54	60
Diluidas	2 568	2 619	2 644
Utilidades por acción común:			
Básicas	$ 1.21	$ 1.03	$ 0.82
Diluidas	$ 1.18	$ 1.01	$ 0.80

Efectos pro forma de la remuneración basada en acciones. Al 28 de enero de 2005, Dell tenía cuatro planes de remuneración basados en acciones y un plan de compra de acciones para empleados donde las opciones de compra de las acciones o los derechos de compra estaban vigentes. Véase la nota 5 en “Notas a los estados financieros consolidados”. En la actualidad, Dell aplica los principios de reconocimiento y medición de la Opinión núm. 25, *Accounting for Stock Issued to Employees,* del Accounting Principles Board, y sus interpretaciones relacionadas en la contabilidad de dichos planes.

Según la *SEAS No. 123, Accounting for Stock-Based Compensation,* el valor de cada opción se calcula con base en el día del otorgamiento usando el modelo de fijación de precios de opciones Black-Scholes, que fue creado para calcular el valor de las opciones que se negocian libremente. Como ocurre con otros modelos de fijación de precios de opciones, éste requiere partir de supuestos muy subjetivos, incluida la volatilidad del precio de la acción. Debido a que 1) las opciones de compra de acciones para los empleados de Dell tienen características muy diferentes de las de las opciones que se negocian en bolsa, y 2) los cambios en los supuestos subjetivos afectan considerablemente el valor justo estimado, la opinión de la administración de la empresa es que los modelos existentes de fijación de precios de acciones (incluidos el de Black-Scholes y el de binomios) no ofrecen una medición confiable del valor justo de las opciones de compra de acciones para los empleados de Dell.

En la siguiente tabla se ilustra el efecto en el ingreso neto y las utilidades por acción en los últimos tres ejercicios fiscales como si Dell hubiera aplicado las disposiciones de la SFAS No. 123 relativas al reconocimiento del valor justo a la remuneración de empleados basada en acciones:

	EJERCICIO FISCAL FINALIZADO EL		
(Millones de dólares, excepto las cantidades por acción)	**28 de enero de 2005**	**30 de enero de 2004**	**31 de enero de 2003**
Utilidad neta, según se registra	$3 043	$2 645	$2 122
Menos: Total de remuneración de empleados basada en acciones determinado según el método de valor justo para todas las adjudicaciones, neto, después de deducir los efectos fiscales relacionados	(812)	(829)	(723)
Ingreso neto, pro forma	$2 231	$1 816	$1 399
Utilidades por acción común			
Básicas, según se registra	$ 1.21	$ 1.03	$ 0.82
Básicas, pro forma	$ 0.89	$ 0.71	$ 0.54
Diluidas, según se registra	$ 1.18	$ 1.01	$ 0.80
Diluidas, pro forma	$ 0.88	$ 0.68	$ 0.51

Según el modelo de fijación de precios de opciones Black-Scholes, el promedio ponderado del valor justo de las opciones de compra de acciones en la fecha del otorgamiento fue de 10.72, 10.25 y 11.41 dólares por opción para las opciones otorgadas durante los ejercicios fiscales 2005, 2004 y 2003, respectivamente. Además, el promedio ponderado del valor justo de los derechos de compra dentro del plan de compra de acciones para los empleados, otorgados en los ejercicios fiscales 2005, 2004 y 2003, fue de 9.77, 7.88 y 7.39 dólares por derecho, respectivamente. El promedio ponderado del valor justo de las opciones y los derechos de compra dentro del plan de compra de acciones para los empleados se determinó con base en el modelo Black-Scholes ponderado por todos los otorgamientos durante el periodo, utilizando los siguientes supuestos:

	EJERCICIO FISCAL FINALIZADO EL		
	28 de enero de 2005	**30 de enero de 2004**	**31 de enero de 2003**
Plazo esperado			
Opciones de compra de acciones	3.8 años	3.8 años	5 años
Plan de compra de acciones para empleados	6 meses	6 meses	6 meses
Tasa de interés sin riesgo	2.89%	2.99%	3.76%
Volatilidad	36%	43%	43%
Dividendos	0%	0%	0%

Durante los ejercicios fiscales 2005 y 2004, Dell evaluó el comportamiento histórico de sus empleados respecto al ejercicio de las opciones de compra de acciones, entre otros factores relevantes, y determinó que la mejor estimación del plazo esperado de las opciones de compra de acciones otorgadas en los ejercicios fiscales 2005 y 2004 era de 3.8 años, en comparación con el plazo esperado anterior de 5 años. Dell usó la volatilidad esperada, así como otros datos económicos, para estimar la volatilidad de los otorgamientos de opciones en los ejercicios fiscales 2005, 2004 y 2003, debido a que la administración de la empresa considera que dicha volatilidad es más representativa de las tendencias en perspectiva.

Ingreso combinado. El ingreso combinado de Dell está compuesto por el ingreso neto, los ajustes de conversión de moneda extranjera, las ganancias y pérdidas no realizadas sobre instrumentos financieros derivados relacionados con la cobertura cambiaria, y las ganancias y pérdidas no realizadas sobre títulos negociables clasificados como disponibles para venta.

Pronunciamientos contables emitidos recientemente. El 16 de diciembre de 2004, el FASB emitió su norma *SFAS No. 123R, Share-Based Payment.* La norma *SFAS No. 123R* trata de la contabilidad de transacciones de pago basado en acciones, en las que la empresa recibe servicios de empleados a cambio de: a) instrumentos de acciones de capital de la empresa, o b) pasivos que se basan en el valor justo de los instrumentos de capital de la empresa o que pueden liquidarse por medio de la emisión de dichas acciones de capital. La SFAS No. 123R elimina la posibilidad de contabilizar las transacciones de remuneración basadas en acciones usando la Opinión núm. 25 del Accounting Principles Board, y por lo general requiere que dichas transacciones sean contabilizadas usando un método basado en el valor justo. Dell espera adoptar esta norma en la fecha en que entre en vigor, que será a principios del tercer trimestre del ejercicio fiscal 2006. En la actualidad, Dell evalúa el efecto final de esta norma en los resultados consolidados de las operaciones de la empresa, la posición financiera y los flujos de efectivo. Esta valoración incluye evaluar los métodos y supuestos de valuación de las opciones, así como los posibles cambios en las estrategias de remuneración de Dell.

El 24 de noviembre de 2004, el FASB emitió la norma *SFAS No. 151, Inventory Costs-an amendment of ARB No. 43*. La norma *SFAS No. 151* requiere que los gastos de instalaciones inactivas, fletes, costos de manejo y costos de material de desecho (desperdicios) se excluyan del costo del inventario y se registren como gastos cuando se incurren. También estipula que la asignación de los gastos fijos de producción a los costos de conversión se base en la capacidad normal de las instalaciones de producción. La *SFAS No. 151* entrará en vigor a principios del ejercicio fiscal 2007 de Dell. Es probable que la *SFAS No. 151* no tenga un efecto considerable en los resultados consolidados de las operaciones o la situación financiera de Dell.

Reclasificaciones. Ciertas cantidades de años anteriores se han reclasificado para ajustarlas a la presentación del ejercicio fiscal 2005.

NOTA 2: INSTRUMENTOS FINANCIEROS

Aclaraciones sobre los valores justos de los instrumentos financieros

El valor justo de las inversiones, deuda a largo plazo e instrumentos derivados de tasas de interés relacionados se ha calculado con base en las cotizaciones de mercado de los corredores de bolsa. El valor justo de los contratos *forward* en moneda extranjera se ha calculado usando los tipos de cambio cotizados en el mercado de divisas a la fecha del balance general aplicable. El valor justo estimado de los contratos de opciones compradas en divisas extranjeras se basa en las tasas cotizadas en el mercado a la fecha del balance general aplicable y en el modelo de fijación de precios de opciones Black-Scholes. Las estimaciones que aquí se presentan no necesariamente indican las cantidades que Dell podría realizar en un intercambio actual en el mercado. Los cambios en los supuestos pueden afectar de manera considerable los estimados.

El efectivo y los equivalentes de efectivo, las cuentas por cobrar, las cuentas por pagar y los pasivos acumulados y de otro tipo se reflejan al costo en el estado consolidado de situación financiera adjunto, lo que se aproxima al valor justo debido al vencimiento a corto plazo de estos instrumentos.

Inversiones

La siguiente tabla resume por tipo principal de título el valor justo de mercado y el costo de las inversiones de Dell. Todas las inversiones restantes con vencimientos superiores a un año se registran como inversiones a largo plazo en el estado consolidado de situación financiera adjunto.

	28 DE ENERO DE 2005			30 DE ENERO DE 2004		
(Millones de dólares)	Valor justo de mercado	Costo	Ganancia (pérdida) no realizada	Valor justo de mercado	Costo	Ganancia no realizada
Títulos de deuda						
Gobierno y organismos de EUA	$7 973	$8 012	$(39)	$5 115	$5 108	$ 7
Empresas estadounidenses	1 012	1 021	(9)	2 175	2 169	6
Empresas internacionales	243	245	(2)	159	159	—
Gobiernos estatales y municipales	25	25	—	5	5	—
Total de títulos de deuda	9 253	9 303	(50)	7 454	7 441	13
Acciones y otros valores	126	123	3	151	138	13
Total de inversiones	$9 379	$9 426	$(47)	$7 605	$7 579	$26
Corto plazo	$5 060	$5 068	$ (8)	$ 835	$ 835	$—
Largo plazo	4 319	4 358	(39)	6 770	6 744	26
Total de inversiones	$9 379	$9 426	$(47)	$7 605	$7 579	$26

Al 28 de enero de 2005, Dell tenía aproximadamente 1 290 posiciones de inversión en títulos de deuda que tenían valores justos de mercado por debajo de sus valores en libros por un periodo de menos de 12 meses. El valor justo de mercado y las pérdidas no realizadas en estas posiciones de inversión totalizaron 10 000 y 49 millones de dólares, respectivamente, al 28 de enero de 2005. Las pérdidas no realizadas se deben a cambios en las tasas de interés y se espera que sean de carácter temporal.

La siguiente tabla resume las ganancias y pérdidas reconocidas por Dell en sus inversiones, incluidas las afectaciones de ciertas inversiones:

	EJERCICIO FISCAL FINALIZADO EL		
(Millones de dólares)	28 de enero de 2005	30 de enero de 2004	31 de enero de 2003
Ganancias	$ 40	$ 94	$ 86
Pérdidas	(34)	(78)	(92)
Ganancias (pérdidas) netas reconocidas	$ 6	$ 16	$ (6)

Rutinariamente, Dell celebra acuerdos de préstamos de títulos y valores con instituciones financieras para mejorar los ingresos de las inversiones. Dell requiere que los títulos en préstamo se garanticen con colateral en la forma de efectivo o títulos de crédito en el caso de valores que generalmente superan el valor del título en préstamo. Al 28 de enero de 2005, los títulos en préstamos y las cantidades relacionadas de garantía colateral no fueron de consideración.

Instrumentos en moneda extranjera

Dell usa contratos de opciones compradas y contratos *forward*, designados como cobertura del flujo de efectivo, para protegerse contra el riesgo en el tipo de cambio de las divisas que implican sus transacciones pronosticadas denominadas en otras monedas que no son el dólar estadounidense. Las transacciones cubiertas incluyen las ventas internacionales realizadas por entidades que usan el dólar estadounidense como moneda funcional, las compras denominadas en otras divisas de ciertos componentes y los embarques intraempresariales a algunas subsidiarias internacionales. El riesgo de pérdida relacionado con las opciones compradas se limita a las cantidades pagadas como prima por los contratos de opciones. El riesgo de pérdida vinculado con los contratos *forward* es igual al diferencial en el tipo de cambio a partir de la fecha en que se celebra el contrato hasta el momento en que se liquida. Por lo general, estos contratos vencen en doce meses o menos.

Dell también usa contratos *forward* para cubrir activos y pasivos monetarios, sobre todo cuentas por cobrar y pagar, denominadas en alguna divisa extranjera. Estos contratos no se designan como instrumentos de cobertura de acuerdo con los GAAP, y por lo tanto, el cambio en el valor justo del instrumento se reconoce actualmente en las utilidades y se registra como uno de los componentes de inversiones y otros ingresos, netos. El cambio en el valor justo de estos instrumentos representa una cobertura natural, ya que las ganancias y pérdidas compensan los cambios en el valor justo original de los activos y pasivos monetarios debidos a movimientos en los tipos de cambio de las divisas. Estos contratos generalmente tienen vencimientos a tres meses o menos.

Si el instrumento derivado se designa como cobertura del flujo de efectivo, la parte eficaz del cambio en el valor justo del instrumento derivado se difiere inicialmente en la partida de otros ingresos combinados. Estas cantidades se reconocen posteriormente en el ingreso como uno de los componentes del ingreso neto o del costo de los ingresos en el mismo periodo en que la transacción cubierta afecta las utilidades. La parte ineficaz del cambio en el valor justo de la cobertura del flujo de efectivo se reconoce actualmente en las utilidades y se registra como uno de los componentes de la partida de inversiones y otros ingresos, netos. La eficacia de la cobertura se mide por medio de la comparación entre el cambio acumulado en el valor justo del instrumento de cobertura, desde su origen hasta su vencimiento, con el valor terminal pronosticado de la transacción. En los ejercicios fiscales 2005, 2004 y 2003, Dell no discontinuó ninguna cobertura del flujo de efectivo ya que en gran medida todas las transacciones en moneda extranjera pronosticadas se realizaron en los resultados reales de Dell. Además, la ineficacia de la cobertura no fue importante.

Al 28 de enero de 2005, Dell tenía contratos de opciones compradas por un monto teórico de aproximadamente 2 000 millones de dólares, un valor de los activos netos de 53 millones de dólares y una pérdida neta no realizada diferida de 52 millones de dólares, después de deducir impuestos. Al 28 de enero de 2005, Dell tenía contratos *forward* por un monto teórico de aproximadamente 3 000 millones de dólares, un valor de los pasivos netos de 146 millones de dólares y una ganancia neta no realizada de 21 millones de dólares, después de deducir impuestos.

Al 30 de enero de 2004, Dell tenía contratos de opciones compradas por un monto teórico de aproximadamente 2 000 millones de dólares, un valor de los activos netos de 41 millones de dólares y una pérdida neta no realizada diferida de 58 millones de dólares, después de deducir impuestos. Al 30 de enero de 2004, Dell tenía contratos *forward* por un monto teórico de aproximadamente 3 000 millones de dólares, un valor de los pasivos netos de 185 millones de dólares y una pérdida neta no realizada de 24 millones de dólares, después de deducir impuestos.

Deuda a largo plazo y administración del riesgo de tasas de interés

En abril de 1998, Dell emitió 200 millones de dólares de pagarés preferentes a tasa fija de 6.55% con vencimiento el 15 de abril de 2008 (los “pagarés preferentes”) y 300 millones de dólares de obligaciones preferentes a tasa fija de 7.10% con vencimiento el 25 de abril de 2028 (las “obliga-

ciones preferentes"). El interés sobre los pagarés y las obligaciones preferentes se paga de manera semestral, el 15 de abril y el 15 de octubre. Los pagarés y las obligaciones preferentes tienen derechos iguales de pago y son canjeables, en todo o en parte, a criterio de Dell, por el principal, los intereses acumulados y una prima de redención basada en el valor presente del interés por pagar a lo largo del plazo de los contratos de deuda. Los pagarés y las obligaciones preferentes generalmente no contienen cláusulas restrictivas, salvo una limitación respecto a los gravámenes sobre los activos de Dell y una limitación relativa a las transacciones de venta y arrendamiento posterior.

Simultáneamente a la emisión de los pagarés y las obligaciones preferentes, Dell celebró contratos *swap* de tasas de interés para convertir el riesgo de las tasas de interés de Dell de una base de tasa fija en otra de tasa variable para alinear mejor las características relacionadas de las tasas de interés con su cartera de efectivo e inversiones. Los contratos *swap* de tasas de interés tienen un monto teórico agregado de 200 millones de dólares que vencen el 15 de abril de 2008 y 300 millones de dólares que vencen el 15 de abril de 2028. Las tasas de interés se basan en la tasa interbancaria en Londres (LIBOR) a tres meses más 0.41 y 0.79% para los pagarés preferentes y las obligaciones preferentes, respectivamente. Como resultado de los contratos *swap* de tasas de interés, las tasas de interés efectivas de Dell para los pagarés y las obligaciones preferentes fueron de 2.059 y 2.392%, respectivamente, en el ejercicio fiscal 2005.

Los contratos *swap* de tasas de interés se designan coberturas a valor justo, y los términos de los contratos *swap* y las partidas cubiertas permiten medir la efectividad usando el método de corto plazo definido en la SFAS No. 133. El diferencial que se pagará o recibirá con base en los contratos *swap* de tasas de interés se acumula y reconoce como un ajuste al gasto por intereses conforme las tasas de interés cambian. La diferencia entre los valores en libros de Dell y el valor justo de su deuda a largo plazo y *swaps* de tasas de interés relacionados no fue considerable al 28 de enero de 2005 y el 30 de enero de 2004.

NOTA 3: IMPUESTO SOBRE LAS UTILIDADES

La provisión para el pago del impuesto sobre las utilidades consta de lo siguiente:

	EJERCICIO FISCAL FINALIZADO EL		
(Millones de dólares)	28 de enero de 2005	30 de enero de 2004	31 de enero de 2003
Corriente			
Nacional	$ 984	$ 969	$702
Extranjero	209	132	94
Cargo de repatriación fiscal	280	—	—
Diferido	(71)	(22)	109
Provisión para el pago de impuesto sobre las utilidades	$1 402	$1 079	$905

El ingreso antes de impuestos incluyó aproximadamente 2 400, 1 600 y 968 millones de dólares relacionados con las operaciones en el extranjero en los ejercicios fiscales 2005, 2004 y 2003, respectivamente. El 22 de octubre de 2004, se promulgó la Ley estadounidense para la creación de empleos (la "Ley"). Entre otras cosas, la Ley crea un incentivo temporal para que las empresas multinacionales estadounidenses efectúen la repatriación de ingresos acumulados obtenidos fuera de Estados Unidos a una tasa tributaria de 5.25% comparada con la tasa estatutaria federal estadounidense de 35%. Aunque la ley contiene una serie de limitaciones relacionadas con la repatriación y queda cierta incertidumbre, al 28 de enero de 2005, Dell consideró que contaba

con la información necesaria para tomar una decisión informada respecto al efecto de la Ley en los planes de repatriación. Con base en la nueva legislación y la orientación posterior emitida por el Departamento del Tesoro, Dell determinó durante el cuatro trimestre del ejercicio fiscal 2005 repatriar 4 100 millones de dólares en utilidades extranjeras. En consecuencia, Dell reconoció un cargo de repatriación fiscal de 280 millones de dólares, de conformidad con la SFAS No. 109, *Accounting for Income Taxes*. Este cargo fiscal incluye una cantidad relacionada con un evidente descuido de redacción que los líderes del Congreso indican que será corregido por el Proyecto de ley de correcciones técnicas en algún momento durante el año calendario de 2005. El cargo de repatriación fiscal de 2005 se reducirá en el trimestre en que el Proyecto de ley de correcciones técnicas se convierta en ley. Además, en el momento de la repatriación es posible que se requieran otros ajustes que dependen de una serie de factores, incluida la localización geográfica del efectivo, la mezcla de utilidades extranjeras y las tasas tributarias estatutarias que se encuentren en vigor en el momento de la repatriación. Se requiere que la repatriación quede concluida a finales del ejercicio fiscal 2006. Este cargo de repatriación fiscal aumentó la tasa tributaria efectiva de Dell en 6.3% para el ejercicio fiscal de 2005.

Los impuestos diferidos no se han registrado con una base de valor en libros excesivo, por la cantidad de aproximadamente 2 900 millones de dólares, en las acciones de ciertas subsidiarias extranjeras porque no se espera que estas diferencias de base se inviertan en el futuro próximo y, en esencia, tienen una duración permanente. Estas diferencias de base se originaron sobre todo por las utilidades en libros no distribuidas de las subsidiarias que Dell se propone reinvertir indefinidamente. Las diferencias de base podrían invertirse mediante la venta de las subsidiarias, el ingreso de dividendos de las subsidiarias, así como algunos otros sucesos. Después de deducir varios créditos fiscales extranjeros disponibles, habría que pagar el impuesto sobre las utilidades residual de aproximadamente 740 millones al invertirse esta base de valor en libros excesivo. La base de valor en libros excesivo de 2 900 millones de dólares excluye los 4 100 millones de dólares que serán repatriados de acuerdo con lo estipulado por la Ley.

Los componentes de los activos netos en impuesto diferido de Dell son como sigue:

(Millones de dólares)	28 de enero de 2005	30 de enero de 2004
Activos en impuestos diferidos		
Ingresos diferidos	$ 241	$ 86
Inventario y provisiones para garantías	232	260
Afectaciones de inversiones y ganancias no realizadas	23	39
Provisiones para devolución de productos y cuentas incobrables	22	21
Pérdida de capital	6	96
Arrendamiento	—	69
Otros	99	104
	623	675
Pasivos en impuestos diferidos		
Activos fijos	(156)	(129)
Arrendamiento	(10)	—
Otros	(26)	(74)
	(192)	(203)
Activo neto en impuestos diferidos	$ 431	$ 472
Parte corriente (incluida en otros activos circulantes)	$ 425	$ 339
Parte a largo plazo (incluida en otros activos a largo plazo)	6	133
Activo neto en impuestos diferidos	$ 431	$ 472

Una parte de las operaciones de Dell funcionan a una tasa tributaria reducida o están exentas de impuestos de conformidad con varias "vacaciones" fiscales que vencen en todo o en parte entre los ejercicios fiscales 2012 y 2019. Muchas de estas vacaciones pueden prorrogarse si se cumplen ciertas condiciones. Los beneficios del impuesto sobre las utilidades atribuibles a la situación fiscal de estas subsidiarias se calcularon en aproximadamente 280 millones de dólares (0.11 dólares por acción) en el ejercicio fiscal 2005, 210 millones de dólares (0.08 dólares por acción) en el ejercicio fiscal 2004 y 137 millones de dólares (0.05 dólares por acción) en el ejercicio fiscal 2003.

La tasa tributaria efectiva difirió de la tasa federal estatutaria del impuesto sobre las utilidades en Estados Unidos como sigue:

	EJERCICIO FISCAL FINALIZADO EL		
	28 de enero de 2005	30 de enero de 2004	31 de enero de 2003
Tasa federal estatutaria en Estados Unidos	35.0%	35.0%	35.0%
Ingresos en el extranjero gravados a diferentes tasas	(11.6)	(7.3)	(7.9)
Cargo de repatriación fiscal	6.3	—	—
Otros	1.8	1.3	2.8
Tasa tributaria efectiva	31.5%	29.0%	29.9%

El aumento en la tasa tributaria efectiva de Dell en el ejercicio fiscal 2005, en comparación con los ejercicios fiscales 2004 y 2003, se debe al cargo de repatriación fiscal antes mencionado, que se compensó en parte por una mayor proporción de utilidades de operación atribuibles a jurisdicciones extranjeras.

NOTA 4: CAPITALIZACIÓN

Acciones preferentes

Acciones autorizadas. Dell tiene la facultad de emitir cinco millones de acciones preferentes, con valor a la par de .01 dólares por acción. Al 28 de enero de 2005 y al 30 de enero de 2004, no se había emitido ni había en circulación ninguna acción preferente.

Acciones preferentes participantes junior, serie A. En combinación con la distribución de los derechos de compra de acciones preferentes (véase más adelante), el Consejo de administración de Dell designó 200 000 acciones preferentes como Acciones preferentes participantes junior, serie A ("Acciones preferentes junior") y reservó dichas acciones para emitirlas cuando se ejerciten los derechos de compra de acciones preferentes. Al 28 de enero de 2005 y el 30 de enero de 2004, no se había emitido ni había en circulación ninguna acción preferente junior.

Acciones comunes

Acciones autorizadas. Al 28 de enero de 2005, Dell estaba autorizada para emitir 7 000 millones de acciones comunes, con valor a la par de .01 dólares por acción.

Programa de recompra de acciones. Dell tiene un programa de recompra de acciones que autoriza a la empresa a comprar acciones comunes tanto para distribuir efectivo entre los accionistas como para administrar la dilución resultante de las acciones emitidas de conformidad con los planes de remuneración basados en acciones de Dell. Sin embargo, Dell no cuenta en la actualidad con una política que requiera la recompra de acciones comunes conjuntamente con los acuerdos

de pago basados en acciones. Al 28 de enero de 2005, el programa de recompra de acciones de Dell autorizó la compra de hasta 1 250 millones de acciones comunes a un costo agregado no superior a los 20 000 millones de dólares. Dell espera recomprar las acciones comunes mediante un programa sistemático de compras en el mercado abierto. A finales del ejercicio fiscal 2005, Dell había recomprado acumulativamente 1 200 millones de acciones por un costo agregado de aproximadamente 18 300 millones de dólares. Durante el ejercicio fiscal 2005, Dell recompró 119 millones de acciones por un costo agregado de 4 200 millones de dólares.

En el pasado, Dell utilizaba contratos de instrumentos de acciones para facilitar la recompra de acciones comunes; sin embargo, todos los contratos restantes de compra y venta se liquidaron en su totalidad en el cuarto trimestre del ejercicio fiscal 2003.

Derechos de compra de acciones preferentes

En diciembre de 1995, Dell distribuyó un dividendo de un Derecho de recompra de acciones preferentes (un "Derecho") por cada acción común en circulación, y desde esa distribución, se han emitido acciones comunes de la empresa con Derechos acompañantes. Cada Derecho autoriza al titular a comprar acciones preferentes junior a precios y tasas especificadas. Los Derechos pueden ejercerse cuando una persona o grupo adquiere 15% o más de las acciones comunes en circulación de Dell. Cuando puede ejercerse, el Derecho autoriza al titular (salvo la persona o grupo adquirente) para comprar, al precio de ejercicio del Derecho que entonces se encuentre en vigor, el número de acciones comunes que tienen un valor de mercado del doble del precio de ejercicio del Derecho. Los Derechos también contienen disposiciones relativas a las fusiones u otras combinaciones de empresas.

En ciertas circunstancias, el Consejo de administración podría, a su elección, intercambiar los Derechos (excepto los Derechos que son propiedad de la persona o grupo adquirente) por acciones comunes o acciones preferentes junior a tipos de cambio especificados. Además, Dell podrá canjear los Derechos a .001 dólares por Derecho en cualquier momento antes de que una persona o grupo adquiera 15% o más de las acciones comunes en circulación de Dell. Los Derechos vencieron el 29 de noviembre de 2005. El Consejo de administración podría enmendar los términos de los derechos para reducir el límite de adquisición de 15% a no menos de lo que resulte mayor entre a) cualquier porcentaje mayor que el porcentaje más alto de acciones comunes que Dell tenga conocimiento que se encuentra en poder de cualquier persona (a excepción de Michael S. Dell) y b) 10%.

Ni la propiedad ni la adquisición posterior de más acciones comunes por parte de Michael S. Dell hará que los Derechos puedan ejercitarse, los convertirá en instrumentos que no pueden canjearse, o activará las otras características de los Derechos.

NOTA 5: PLANES DE BENEFICIOS

Planes de opciones de compra de acciones. Dell tiene los siguientes cuatro planes de opciones de compra de acciones (denominados colectivamente como "Planes de opciones"), de conformidad con los cuales había opciones pendientes al 28 de enero de 2005:

- El Plan de opciones de compra de acciones 1989 de Dell Computer Corporation (el "Plan de opciones de 1989").
- El Plan de incentivos de Dell Computer Corporation (el "Plan de incentivos 1994").
- El Plan de opciones de compra de acciones de base amplia 1998 de Dell Computer Corporation (el "Plan de base amplia 1998"), y
- El Plan de incentivos a largo plazo 2002 de Dell Computer Corporation (el "Plan de incentivos 2002").

El Comité de remuneración del Consejo de administración de Dell administra los planes de opciones.

El Plan de opciones 1989, el Plan de incentivos 1994 y el Plan de base amplia 1998 han sido suspendidos (con excepción de las opciones previamente otorgadas dentro de estos planes que

siguen vigentes). En consecuencia, en la actualidad sólo se hacen adjudicaciones dentro del Plan de incentivos 2002.

El Plan de incentivos 2002 prevé el otorgamiento de incentivos basados en acciones a los empleados de Dell, los miembros del Consejo de administración que no son empleados y ciertos consultores y asesores de Dell. Las adjudicaciones podrían consistir o en opciones de acciones que se consideran incentivos según el significado de la Sección 422 del Internal Revenue Code o en opciones no calificadas. El derecho de comprar acciones de conformidad con los contratos existentes de opción de compra de acciones de ordinario se adquiere a prorrata en cada aniversario de la opción a lo largo de un periodo de cinco años. En general, las opciones se otorgan a valor justo de mercado y tienen que ejercerse dentro de los diez años siguientes a la fecha del otorgamiento. Dell no ha emitido ninguna opción para consultores o asesores de la empresa desde el ejercicio fiscal 1999.

Con arreglo a los planes de opciones, al 28 de enero de 2005, 30 de enero de 2004 y 31 de enero de 2003, había 291, 327 y 365 millones de opciones para comprar acciones comunes de Dell disponibles para futuros otorgamientos, respectivamente. Todas las acciones disponibles para otorgamientos futuros al 28 de enero de 2005 se encuentran dentro del Plan de incentivos 2002.

La siguiente tabla resume la actividad de las opciones de compra de acciones en los Planes de opciones:

	EJERCICIO FISCAL FINALIZADO EL					
	28 de enero de 2005		30 de enero de 2004		31 de enero de 2003	
(Datos de acciones en millones de dólares)	Número de opciones	Promedio ponderado del precio de ejercicio	Número de opciones	Promedio ponderado del precio de ejercicio	Número de opciones	Promedio ponderado del precio de ejercicio
Opciones vigentes, principios de año	378	$28.30	387	$27.09	350	$26.36
Otorgadas	52	34.35	51	30.01	84	26.37
Ejercidas	(45)	22.30	(35)	14.92	(22)	7.69
Canceladas	(16)	32.39	(25)	31.62	(25)	31.75
Opciones vigentes, final de año	369	29.70	378	28.30	387	27.09
Opciones que pueden ejercerse, final de año	171	$28.99	154	$26.74	130	$22.59

La siguiente es información adicional relacionada con las opciones para los Planes de opciones vigentes al 28 de enero de 2005:

	OPCIONES VIGENTES			OPCIONES QUE PUEDEN EJERCERSE	
(Datos de acciones en millones de dólares)	Número de acciones	Promedio ponderado del precio de ejercicio	Promedio ponderado de la vida contractual remanente (años)	Número de acciones	Promedio ponderado del precio de ejercicio
$0.01–$1.49	7	$ 1.17	1.11	7	$ 1.17
$1.50–$14.99	17	$ 7.74	2.42	17	$ 7.74
$15.00–$24.99	74	$22.41	6.14	37	$21.93
$25.00–$34.99	145	$29.04	7.56	40	$28.38
$35.00 y más	126	$39.27	6.22	70	$41.07
	369			171	

DELL INC.

Plan de compra de acciones para empleados. Dell tiene un plan de compra de acciones para empleados que califica dentro de la Sección 423 del Internal Revenue Code y permite básicamente a todos los empleados comprar acciones comunes de Dell. Los empleados participantes podrían comprar acciones comunes mediante deducciones de nómina al final de cada periodo de participación a un precio de compra igual a 85% de lo que resulte menor entre el valor justo de mercado de las acciones comunes al principio y al fin del periodo de participación. Las acciones comunes reservadas para compras futuras de los empleados de conformidad con el plan sumaron en conjunto 21 millones de acciones al 28 de enero de 2005, 25 millones de acciones al 30 de enero de 2004 y 29 de millones de acciones al 31 de enero de 2003. Las acciones comunes emitidas dentro de este plan totalizaron 4 millones en el ejercicio fiscal 2005, 4 millones de acciones en el ejercicio fiscal 2004 y 4 millones de acciones en el ejercicio fiscal 2003.

Otorgamientos de acciones restringidas. Durante los ejercicios fiscales 2005, 2004 y 2003, Dell otorgó 0.4, 0.6 y 0.3 millones de acciones restringidas, respectivamente. El promedio ponderado del valor justo de las acciones restringidas otorgadas en los ejercicios fiscales 2005, 2004 y 2003 fue de 35.14, 27.92 y 25.43 dólares, respectivamente. En básicamente todos los otorgamientos de acciones restringidas, a la fecha del otorgamiento, el beneficiario tiene todos los derechos de un accionista, sujeto a ciertas restricciones respecto a la cesión y un riesgo de caducidad. Los derechos sobre las acciones restringidas como regla general se adquieren a lo largo de un periodo de siete años que comienza el día del otorgamiento. Dell registra la remuneración no devengada en el capital de los accionistas igual al valor de mercado de las acciones restringidas en la fecha de otorgamiento y carga la remuneración no devengada a gastos a través del periodo de adquisición de derechos.

Plan 401(k). Dell tiene un plan definido de aportaciones para el retiro que cumple la Sección 401(k) del Internal Revenue Code. Básicamente todos los empleados en Estados Unidos son elegibles para participar en el plan. Durante el año calendario 2004, Dell aportó el equivalente a 100% de las aportaciones voluntarias de cada participante, sujeto a una aportación máxima de 3% del salario del participante. A partir del 1 de enero de 2005, Dell comenzó a aportar el equivalente a 100% de las aportaciones voluntarias de cada participante, sujeto a una aportación máxima de 4% del salario del participante, y éstos adquieren derechos inmediatamente sobre todas las aportaciones que realiza la empresa al Plan. Las aportaciones de Dell durante los ejercicios fiscales 2005, 2004 y 2003 fueron de 48, 42 y 38 millones de dólares, respectivamente. Las aportaciones de Dell se invierten de manera proporcional a las aportaciones voluntarias de cada participante en las opciones de inversión que se ofrecen dentro del plan. Las opciones de inversión incluyen las acciones de Dell, pero no es obligatorio que las aportaciones del participante ni las de Dell se inviertan en acciones de Dell.

NOTA 6: SERVICIOS FINANCIEROS

Dell es actualmente socio de DFS, una *joint venture* con CIT. La *joint venture* permite a Dell ofrecer a sus clientes diversas opciones de financiamiento, mientras que, en general, CIT ofrece financiamiento para las transacciones entre DFS y el cliente en ciertas transacciones. En general, DFS facilita las transacciones de financiamiento del cliente mediante préstamos o arrendamientos. Para los clientes que desean financiamiento de un préstamo, Dell vende equipo directamente a los clientes quienes, a su vez, contratan préstamos con CIT para financiar sus compras. Para los clientes que desean financiamiento de arrendamiento, Dell vende el equipo a DFS, y DFS celebra contratos directos de arrendamiento financiero con los clientes. Dell reconoció ingresos provenientes de la venta de productos mediante transacciones de financiamiento de préstamo o arrendamiento de 5600, 4500 y 3600 millones de dólares en los ejercicios fiscales 2005, 2004 y 2003, respectivamente.

En la actualidad, Dell tiene una participación de 70% en el capital de DFS. Durante el tercer trimestre del ejercicio fiscal 2004, Dell empezó a consolidar los resultados financieros de DFS debido a la adopción de la norma FIN 46R. FIN 46R estipula que si una entidad es la beneficiaria principal de una entidad de interés variable ("VIE"), los activos, pasivos y resultados de operación

de la VIE deben consolidarse en los estados financieros de la entidad. Con base en los procedimientos de la FIN 46R, Dell concluyó que DFS es una VIE y que Dell es el principal beneficiario de los flujos de efectivo esperados de DFS. Antes de la consolidación de los resultados financieros de DFS, la inversión de Dell en DFS se contabilizaba según el método de participación porque previamente la empresa no ejercía control sobre DFS. En consecuencia, la consolidación de DFS no tuvo efecto en el ingreso neto ni en las utilidades por acción de Dell. La participación de CIT en la propiedad de los activos netos de DFS al 28 de enero de 2005 era de 13 millones de dólares, que se registró como interés minoritario y se incluyó en otros pasivos a largo plazo en el estado consolidado de situación financiera de Dell. La consolidación no modificó el convenio de sociedad ni el acuerdo para compartir riesgos entre Dell y CIT.

En el tercer trimestre del ejercicio fiscal 2005, Dell y CIT ejecutaron un contrato por medio del cual se prorrogó el plazo de vigencia de la *joint venture* hasta el 29 de enero de 2010 y se modificaron ciertos términos de la relación. De conformidad con el contrato de prórroga, el ingreso neto y las pérdidas generadas por DFS se asignan actualmente a Dell en 70% y a CIT en 30%. CIT no tiene recursos o derechos de devolución a Dell, excepto que los clientes usuarios finales podrían devolver el equipo de conformidad con la política normal de devoluciones de Dell. El contrato de prórroga da a Dell la opción de comprar la participación de CIT de 30% del capital de DFS en febrero de 2008 por un precio de compra que varía entre 100 y 345 millones de dólares, dependiendo de la rentabilidad de DFS. Si Dell no ejerce esta opción de compra, Dell está obligado a comprar la participación de CIT de 30% cuando ocurran ciertos sucesos de terminación o disolución de la *joint venture* el 29 de enero de 2010 por un precio de compra que varía entre 100 y 345 millones de dólares.

Antes de la ejecución del contrato de prórroga, CIT proporcionaba todo el financiamiento de las transacciones entre DFS y el cliente. El contrato de prórroga también otorga a Dell el derecho, pero no la obligación, de participar en dicho financiamiento a partir del cuarto trimestre del ejercicio fiscal 2005. Durante el cuarto trimestre del ejercicio fiscal 2005, Dell comenzó a vender ciertas cuentas por cobrar de financiamiento de préstamos y arrendamientos a una entidad para propósito especial no consolidada que es de propiedad entera de Dell. La entidad para propósito especial es una entidad jurídica independiente con activos y pasivos separados de los de Dell. La entidad para propósito especial ha celebrado un contrato de financiamiento con un conducto de múltiples vendedores que, a su vez, emite títulos de deuda respaldados por activos en los mercados de capital. Las transferencias de las cuentas por cobrar de financiamiento se registran de conformidad con las disposiciones de la norma SFAS No 140, *Accounting for Transfers and Servicing of Financial Assets and Extinguishment of Liabilities*. La venta de estas cuentas por cobrar de financiamiento de préstamos y arrendamientos no tuvo un efecto considerable en la situación financiera consolidada, los resultados de las operaciones, o los flujos de efectivo de Dell en el ejercicio fiscal 2005.

DFS mantiene facilidades de crédito junto con CIT que proveen a DFS de capacidad de fondeo hasta por 1 000 millones de dólares. Al 28 de junio de 2005, los anticipos pendientes con arreglo a estas facilidades sumaban en total 158 millones de dólares y se incluyen en otros pasivos circulantes y a largo plazo en el estado consolidado de situación financiera de Dell. Dell depende de DFS para proporcionar financiamiento a una cantidad considerable de clientes que optan por financiar la compra de productos de Dell, y DFS depende de CIT para obtener acceso a los mercados de capital a fin de proporcionar los fondos destinados a estas transacciones. Si CIT es incapaz de obtener acceso a los mercados de capital, Dell buscaría fuentes alternativas de financiamiento para sus clientes o autofinanciaría estas actividades.

NOTA 7: INGRESOS DIFERIDOS Y OBLIGACIONES DE GARANTÍAS

Los ingresos provenientes de contratos de garantía ampliada y de servicio, por los cuales Dell está obligada a actuar, se registran como ingresos diferidos y posteriormente se reconocen durante el plazo del contrato o cuando el servicio se termina. Dell registra las obligaciones de garantía en el momento de la venta por los costos estimados en los que podría incurrir de

acuerdo con su garantía básica limitada. Los cambios en los ingresos diferidos agregados y las obligaciones de garantía (básica y ampliada) de Dell, que se incluyen en otros pasivos circulantes y a largo plazo en el estado consolidado de situación financiera de Dell, se presentan en la siguiente tabla:

	EJERCICIO FISCAL FINALIZADO EL	
(Millones de dólares)	28 de enero de 2005	30 de enero de 2004
Agregado de ingresos diferidos y obligaciones de garantía al principio del periodo	$ 2 694	$2 042
Ingresos diferidos y costos acumulados por nuevas garantías	3 435	2 547
Obligaciones de servicio cumplidas	(1 176)	(983)
Amortización de ingresos diferidos	(1 359)	(912)
Agregado de ingresos diferidos y obligaciones de garantía al final del periodo	$ 3 594	$2 694
Parte corriente	$ 1 893	$1 333
Parte a largo plazo	1 701	1 361
Agregado de ingresos diferidos y obligaciones de garantía al final del periodo	$ 3 594	$2 694

NOTA 8: COMPROMISOS, CONTINGENCIAS Y CIERTAS CONCENTRACIONES

Compromisos de arrendamiento. Dell arrienda inmuebles y equipo, instalaciones de fabricación y espacio para oficinas de conformidad con contratos de arrendamiento que no pueden cancelarse. Algunos de estos contratos obligan a Dell a pagar impuestos, mantenimiento y costos de reparación. Al 28 de enero de 2005, los pagos futuros mínimos de arrendamiento previstos en estos contratos de arrendamiento que no pueden cancelarse eran los siguientes: 52 millones de dólares en el ejercicio fiscal 2006; 40 millones de dólares en el ejercicio fiscal 2007; 36 millones de dólares en el ejercicio fiscal 2008; 28 millones de dólares en el ejercicio fiscal 2009; 18 millones de dólares en el ejercicio fiscal 2010, y 83 millones de dólares de ahí en adelante.

En el pasado, Dell mantenía instalaciones maestras de arrendamiento que daban a la empresa la capacidad de arrendar ciertos bienes raíces, edificios, y equipo por construir o adquirir. Estos arrendamientos se registraban como arrendamiento de operación en Dell. Durante el ejercicio fiscal 2004, Dell pagó 636 millones de dólares para comprar todos los activos cubiertos por sus instalaciones maestras de arrendamiento. En consecuencia, los activos antes cubiertos por estas instalaciones se incluyen en el estado consolidado de la posición financiera y Dell no tiene ningún compromiso de arrendamiento restante según estas instalaciones maestras de arrendamiento.

Los gastos de renta por todos los contratos de arrendamiento sumaban 60, 76 y 96 millones en los ejercicios fiscales 2005, 2004 y 2003, respectivamente.

Compromiso de compra de DFS. Según el acuerdo de *joint venture* celebrado entre DFS y CIT, Dell tiene una obligación de compra mínima para adquirir la participación de CIT de 30% en el capital de DFS al vencimiento de la *joint venture* el 29 de enero de 2010, por un precio de compra que oscila entre 100 y 345 millones de dólares. Véase la nota 6 de "Notas a los estados financieros consolidados".

Efectivo restringido. De conformidad con el acuerdo de *joint venture* celebrado entre DFS y CIT, se requiere que DFS mantenga ciertas cuentas de efectivo en garantía. Debido a la consolidación

de DFS, 438 millones de dólares de efectivo restringido se incluyen en otros activos circulantes en el estado consolidado de situación financiera de Dell al 28 de enero de 2005.

Asuntos jurídicos. Dell está sujeta a varios procedimientos legales y reclamaciones que tienen su origen en la operación normal de la empresa. La administración de Dell no espera que el resultado de ninguno de estos procedimientos legales, ya sea individual o colectivamente, tenga efectos negativos de consideración en la situación financiera, los resultados de las operaciones, o los flujos de efectivo de Dell.

Ciertas concentraciones. Todos los instrumentos derivados de tasas de interés y tipo de cambio de divisas de Dell contienen elementos de riesgo de mercado y crédito que rebasan los montos reconocidos en los estados financieros consolidados. Las contrapartes de los instrumentos financieros consisten en una serie de instituciones financieras importantes. Además de limitar la cantidad de convenios y contratos que celebra con terceros, Dell supervisa sus posiciones en las contrapartes de estos instrumentos financieros y la calidad crediticia de que éstas disfrutan. Dell no prevé incumplimientos de ninguna de las contrapartes.

Las inversiones de Dell en títulos de deuda se colocan en instituciones financieras y empresas de alta calidad. Las inversiones de Dell en títulos de deuda tienen vencimientos sobre todo de menos de cinco años. La administración cree que no existe ninguna concentración considerable del riesgo crediticio para las inversiones de Dell.

Dell comercializa y vende sus productos y servicios a clientes de empresas grandes, gobiernos, sector salud y sector educacional, así como pequeñas y medianas empresas, y particulares. Las cuentas por cobrar de dichas partes están bien diversificadas.

Dell compra una serie de componentes a un solo proveedor. En algunos casos no existen otros proveedores. En otros casos, Dell podría establecer una relación de trabajo con un solo proveedor si considera que ello es ventajoso debido a consideraciones de rendimiento, calidad, soporte, entrega, capacidad, o precio. Si el suministro de un material o componente crítico de un solo proveedor se demorara o restringiera, la capacidad de Dell para enviar el producto relacionado en las cantidades deseadas y de manera oportuna podría verse afectada. Incluso cuando existen otros proveedores, la capacidad de los proveedores sustitutos y el inicio de suministros confiables podrían resultar en demoras y en una posible pérdida de las ventas, lo que a su vez podría tener efectos negativos en los resultados de operación de Dell.

NOTA 9: INFORMACIÓN POR SEGMENTO

Dell realiza operaciones en todo el mundo y se divide en tres segmentos geográficos: las regiones de América, Europa y Pacífico asiático-Japón. La región de América, que tiene su sede en Round Rock, Texas, abarca Estados Unidos, Canadá y América Latina. Dentro de la región de América, Dell se subdivide en Empresas y en Consumidores de Estados Unidos. El segmento de Empresas de la región de América incluye ventas a empresas, gobierno, sector salud, sector educativo y clientes de pequeñas y medianas empresas, mientras que el segmento de Consumidores de Estados Unidos abarca ventas principalmente a consumidores particulares. La región de Europa, que tiene su sede en Bracknell, Inglaterra, abarca Europa, el Medio Oriente y África. La región Pacífico asiático-Japón abarca los países de la costa asiática del Pacífico, incluidos Australia y Nueva Zelanda; tiene su sede en Singapur.

Las políticas de contabilidad de los segmentos registrables de Dell son las mismas que se describieron en el resumen de políticas de contabilidad importantes. Dell asigna recursos a sus segmentos y evalúa el rendimiento de éstos con base en el ingreso de operación. Los gastos corporativos se incluyen en la medición de Dell de los ingresos de operación del segmento para efectos de informes a la administración. Los totales de los activos registrados por zona geográfica se administran directamente dentro de esas regiones e incluyen cuentas por cobrar, inventarios, ciertos activos fijos y algunos otros activos. Por otra parte, no se asignan activos específicamente a los segmentos de Empresas y de Consumidores de Estados Unidos dentro de la región de

América. Los activos corporativos incluyen principalmente efectivos y equivalentes de efectivo, inversiones, activos de impuestos diferidos, y otros activos.

La tabla que aparece a continuación presenta información sobre los segmentos registrables de Dell:

	EJERCICIO FISCAL FINALIZADO EL		
(Millones de dólares)	28 de enero de 2005	30 de enero de 2004	31 de enero de 2003
Ingresos netos			
América:			
Empresas	$25 339	$21 888	$19 394
Consumidores de EUA	7 601	6 715	5 653
Total de América	32 940	28 603	25 047
Europa	10 787	8 495	6 912
Pacífico asiático-Japón	5 478	4 346	3 445
Total de ingresos netos	$49 205	$41 444	$35 404
Ingreso de operación			
América:			
Empresas	$ 2 579	$ 2 194	$ 1 945
Consumidores de EUA	399	400	308
Total de América	2 978	2 594	2 253
Europa	818	637	388
Pacífico asiático-Japón	458	313	203
Total ingresos de operación	$ 4 254	$ 3 544	$ 2 844
Gasto de depreciación y amortización			
América:			
Empresas	$ 125	$ 102	$ 97
Consumidores de EUA	53	41	38
Total de América	178	143	135
Europa	88	71	47
Pacífico asiático-Japón	68	49	29
Total gasto de depreciación y amortización	$ 334	$ 263	$ 211
Activos			
América	$ 3 724	$ 3 134	$ 2 847
Europa	1 817	1 510	1 302
Pacífico asiático-Japón	1 075	860	634
Activos corporativos	16 599	13 807	10 687
Total activos	$23 215	$19 311	$15 470

La siguiente es información sobre los ingresos netos y activos de larga vida por región geográfica:

	EJERCICIO FISCAL FINALIZADO EL		
(Millones de dólares)	**28 de enero de 2005**	**30 de enero de 2004**	**31 de enero de 2003**
Ingresos netos			
Estados Unidos	$30 338	$26 510	$23 355
Otros países	18 867	14 934	12 049
Total de ingresos netos	$49 205	$41 444	$35 404
Activos de larga vida			
Estados Unidos	$ 1 267	$ 1 145	$ 613
Otros países	425	372	300
Total activos de larga vida	$ 1 691	$ 1 517	$ 913

La asignación entre ingresos netos nacionales y extranjeros se basa en el lugar de residencia de los clientes. Los ingresos netos y los activos de larga vida que no provienen de un solo país extranjero abarcaron más de 10% de La utilidad neta consolidados o los activos de larga vida de Dell durante los ejercicios fiscales 2005, 2004 y 2003.

En la siguiente tabla se presentan La utilidad neta por grupos de productos:

	EJERCICIO FISCAL FINALIZADO EL		
(Millones de dólares)	**28 de enero de 2005**	**30 de enero de 2004**	**31 de enero de 2003**
Sistemas de cómputo para escritorio	$24 631	$21 026	$18 865
Computadoras portátiles	14 057	11 380	9 638
Sistemas empresariales	10 517	9 038	6 901
Total de ingresos netos	$49 205	$41 444	$35 404

Los ingresos netos por grupo de productos incluyen los ingresos relacionados provenientes de los sistemas de impresión e imagen, software y periféricos, y servicios globales. Ningún cliente por sí solo representó más de 10% de los ingresos netos consolidados de Dell durante los ejercicios fiscales 2005, 2004 y 2003.

NOTA 10: INFORMACIÓN FINANCIERA CONSOLIDADA COMPLEMENTARIA

(Millones de dólares)	28 de enero de 2005	30 de enero de 2004
Información complementaria de los estados consolidados de situación financiera		
Cuentas por cobrar:		
Cuentas por cobrar, bruto	$ 4 492	$ 3 719
Provisión para cuentas incobrables	(78)	(84)
	$ 4 414	$ 3 635
Inventarios:		
Materiales para producción	$ 228	$ 161
Trabajo en proceso	58	69
Bienes terminados	173	97
	$ 459	$ 327
Inmuebles planta y equipo:		
Terrenos y edificios	$ 1 207	$ 1 158
Equipo de cómputo	1 053	898
Maquinaria y otro equipo	757	594
Total de inmuebles, planta y equipo	3 017	2 650
Depreciación y amortización acumuladas	(1 326)	(1 133)
	$ 1 691	$ 1 517
Acumulaciones y otros pasivos circulantes:		
Ingresos diferidos	$ 1 389	$ 961
Remuneración	753	603
Otros	3 099	2 016
	$ 5 241	$ 3 580
Otros pasivos a largo plazo:		
Ingresos diferidos	$ 1 415	$ 1 092
Otros	674	538
	$ 2 089	$ 1 630

	EJERCICIO FISCAL FINALIZADO EL		
(Millones de dólares)	28 de enero de 2005	30 de enero de 2004	31 de enero de 2003
Información complementaria de los estados de resultados consolidados			
Inversiones y otros ingresos, neto:			
Ingreso de inversiones, sobre todo intereses	$226	$200	$227
Ganancias (pérdidas) sobre inversiones, neto	6	16	(6)
Gasto por intereses	(16)	(14)	(17)
Otros	(25)	(22)	(21)
	$191	$180	$183

(Millones de dólares)	EJERCICIO FISCAL FINALIZADO EL 28 de enero de 2005	30 de enero de 2004	31 de enero de 2003
Información complementaria de los estados de flujos de efectivo consolidados			
Cambios en las cuentas del capital de trabajo de operación:			
Cuentas por cobrar, neto	$ (837)	$ (813)	$ 190
Inventarios	(130)	(53)	(21)
Cuentas por pagar	1 595	1 283	844
Acumulaciones y otros pasivos	1 538	867	585
Otros, neto	(411)	(412)	(388)
	$1 755	$ 872	$1 210
Impuesto sobre las utilidades pagado	$ 575	$ 699	$ 607
Intereses pagados	$ 31	$ 30	$ 20

NOTA 11: RESULTADOS TRIMESTRALES SIN AUDITAR

Las siguientes tablas contienen datos sin auditar seleccionados del estado de resultados consolidados y de los precios de venta de las acciones para cada trimestre de los ejercicios fiscales 2005 y 2004:

(Millones de dólares, excepto los datos por acción)	EJERCICIO FISCAL 2005 4º trimestre[a]	3er trimestre	2º trimestre	1er trimestre
Ingresos netos	$13 457	$12 502	$11 706	$11 540
Margen bruto	$ 2 495	$ 2 313	$ 2 134	$ 2 073
Utilidad neta	$ 667	$ 846	$ 799	$ 731
Utilidades por acción común:[b]				
Básicas	$ 0.27	$ 0.34	$ 0.32	$ 0.29
Diluidas	$ 0.26	$ 0.33	$ 0.31	$ 0.28
Promedio ponderado de acciones en circulación:				
Básicas	2 485	2 493	2 518	2 539
Diluidas	2 553	2 546	2 574	2 593
Precios de venta por acción				
Alto	$ 42.38	$ 36.66	$ 36.66	$ 36.31
Bajo	$ 35.06	$ 33.12	$ 34.05	$ 31.20

(Millones de dólares, excepto los datos por acción)	EJERCICIO FISCAL 2004 4º trimestre[a]	3er trimestre	2º trimestre	1er trimestre
Ingresos netos	$11 512	$10 622	$9 778	$9 532
Margen bruto	$ 2 091	$ 1 935	$1 778	$1 748
Utilidad neta	$ 749	$ 677	$ 621	$ 598
Utilidades por acción común:[b]				
Básicas	$ 0.29	$ 0.26	$ 0.24	$ 0.23
Diluidas	$ 0.29	$ 0.26	$ 0.24	$ 0.23
Promedio ponderado de acciones en circulación:				
Básicas	2 557	2 563	2 567	2 572
Diluidas	2 616	2 623	2 624	2 614
Precios de venta por acción				
Alto	$ 36.52	$ 36.98	$34.00	$29.89
Bajo	$ 32.65	$ 30.94	$29.49	$22.86

[a] Durante el cuarto trimestre del ejercicio fiscal 2005, Dell registró un cargo de impuestos por repatriación de 280 millones de dólares de conformidad con un incentivo fiscal favorable otorgado por la Ley estadounidense para la creación de empleos de 2004. Este cargo fiscal se relaciona con la decisión de Dell de repatriar 4 100 millones de dólares en utilidades extranjeras.

[b] Las utilidades por acción común se calculan independientemente para cada uno de los trimestres presentados. Por lo tanto, la suma de la información trimestral por acción común podría no ser igual a las utilidades anuales por acción común.

CONTROLES Y PROCEDIMIENTOS

Evaluación de los controles y procedimientos de revelación de información. El director general y el director de finanzas de Dell, después de evaluar la eficacia de los controles y procedimientos de revelación de información de Dell (según se define en la Regla 13a-15(e), o 15d-15(e) de la Ley de valores) al final del periodo que abarca este informe, han concluido, con base en la evaluación de dichos controles y procedimientos, que éstos son eficaces.

Informe de la administración acerca del control interno sobre la información financiera. La administración de Dell, bajo la supervisión del Director general y el Director de finanzas de Dell, es responsable de establecer y mantener un sistema adecuado de control interno sobre la información financiera (según se define en la Regla 13a-15(f), o 15d-15(f) de la Ley de valores). La administración de la empresa evaluó la eficacia del sistema de control interno sobre la información financiera de Dell, con base en el marco del *Internal Control-Integrated Framework* emitido por el Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission. Con base en dicha evaluación, la administración ha concluido que el sistema de control interno sobre la información financiera de Dell era eficaz al 28 de enero de 2005.

La evaluación por parte de la administración de la eficacia del sistema de control interno sobre la información financiera de Dell al 28 de enero de 2005 ha sido auditada por PricewaterhouseCoopers LLP, una empresa independiente de contadores públicos registrados, según se manifiesta en el Informe del despacho independiente de contadores públicos registrados, que se incluye en "Partida 8: Estados financieros y datos complementarios".

Cambios en el control interno sobre la información financiera. La administración de Dell, con la participación del Director general y el Director financiero de Dell, ha evaluado si ocurrió algún cambio en el sistema de control interno sobre la información financiera de Dell durante el cuarto trimestre del ejercicio fiscal 2005. Con base en dicha evaluación, la administración concluyó que

no ha habido ningún cambio en el sistema de control interno sobre la información financiera de Dell durante el cuarto trimestre del ejercicio fiscal 2005 que haya afectado de manera importante, o que sea probable dentro de lo razonable que afecte de manera importante el sistema de control interno sobre la información financiera de Dell.

DELL INC.

Cuentas de valuación y orden (en millones de dólares)

Ejercicio fiscal	Descripción	Provisión para cuentas por cobrar	Cargado a gastos de cuentas incobrables	Provisión para cuentas por cobrar	Saldo al principio del periodo
2005.............	Cargado a gastos de cuentas incobrables	$84	$31	$37	$78
2004.............	Cargado a gastos de cuentas incobrables	$71	$48	$35	$84
2003.............	Saldo al final del periodo	$68	$39	$36	$71

Campbell Soup

Tabla complementaria de ventas y utilidades

(millones de dólares)	***Año 11***		Año 10		Año 9	
	Ventas	***Utilidades***	Ventas	Utilidades	Ventas	Utilidades
1 **Aportaciones por división**						
Campbell North America						
Campbell U.S.A.	***$3911.8***	***$632.7***	$3932.7	$370.8	$3666.9	$242.3
Campbell Canada	***352.0***	***35.3***	384.0	25.6	313.4	23.8
	4,263.8	***668.0***	4,316.7	396.4	3,980.3	266.1
Campbell Biscuit and Bakery						
Pepperidge Farm	***569.0***	***73.6***	582.0	57.0	548.4	53.6
International Biscuit	***219.4***	***17.6***	195.3	8.9	178.0	11.7
	788.4	***91.2***	777.3	65.9	726.4	65.3
Campbell International	***1222.9***	***39.4***	1189.8	(168.6)	1,030.3	(117.8)
Interdivisión	***(71.0)***		(78.0)		(64.9)	
Total de ventas	***$6204.1***		$6205.8		$5672.1	
Total de utilidades de operación		***798.6***		293.7		213.6
Gastos corporativos sin asignar		***(41.1)***		(16.5)		(31.3)
Intereses, neto		***(90.2)***		(94.0)		(55.8)
Ajustes de conversión de moneda extranjera		***.1***		(3.8)		(20.0)
Impuesto sobre utilidades		***(265.9)***		(175.0)		(93.4)
Utilidades netas		***$401.5***		$4.4		$13.1
Utilidades netas por acción		***$3.16***		$.03		$.10

Las aportaciones por división en el año 10 incluyen los efectos de desinversiones, reestructuraciones y cargos inusuales de 339.1 millones de dólares como sigue: Campbell U.S.A., 121.8 millones; Campbell Canada, 6.6 millones; Pepperidge Farm, 11.0 millones; International Biscuit, 14.3 millones, y Campbell International, 185.4 millones. Las aportaciones por división en el año 9 incluyen los efectos de reestructuraciones y cargos inusuales de 343.0 millones de dólares como sigue: Campbell U.S.A., 183.1 millones; Campbell Canada, 6.0 millones; Pepperidge Farm, 7.1 millones; International Biscuit, 9.5 millones, y Campbell International, 137.3 millones.

2 **Resultados de las operaciones**

Visión general

Campbell obtuvo utilidades netas récord en el año 11 de 401.5 millones de dólares, o 3.16 dólares por acción, en comparación con las utilidades netas de 4.4 millones, o 3 centavos de dólar por acción, en el año 10. Con excepción de los cargos de desinversión y reestructuración del año 10, las utilidades por acción aumentaron 34% en el año 11. En el año 11, la empresa vendió cinco divisiones de negocios no estratégicas, vendió o cerró varias plantas de fabricación, y discontinuó ciertas líneas de productos que ya no eran rentables. Las ventas netas de 6 200 millones de dólares en el año 11 fueron iguales a las del año 10. Las ventas subieron 4%, a excepción de las divisiones de negocios que fueron sujetas a desinversión y las líneas de productos que se discontinuaron en el año 11.

En el año 10, la empresa incurrió en cargos por desinversión y reestructuración de 2.33 dólares por acción, lo que redujo las utilidades netas a 3 centavos por acción. En el año 9, los cargos de reestructuración de 2.02 dólares por acción redujeron las utilidades a 10 centavos por acción. Con excepción de estos cargos en ambos años, las utilidades por acción aumentaron 11% en el año 10. Las ventas aumentaron 9%. En el año 10, las divisiones estadounidenses de la empresa obtuvieron resultados sólidos en utilidades, salvo los cargos de desinversión y reestructuración, pero los resultados de la división internacional fueron decepcionantes, principalmente debido al mal rendimiento de las operaciones de alimentos congelados en el Reino Unido y los panecillos en Italia. Las operaciones italianas de panecillos se vendieron en el año 11.

Los programas de desinversión y reestructuración fueron diseñados para fortalecer los negocios centrales de la empresa y mejorar la rentabilidad a largo plazo. El programa de desinversión del año 10 implicó la venta de varios negocios no estratégicos, o que tenían bajo rendimiento. Los cargos de reestructuración del año 10 cubrieron la eliminación de activos de bajo rendimiento e instalaciones innecesarias e incluyeron la cancelación del crédito mercantil (goodwill). Los cargos de reestructuración del año 9 comprendieron consolidaciones de plantas, reducciones de personal y cancelaciones del crédito mercantil (goodwill).

Año 11 en comparación con el año 10

3 Resultados por división

CAMPBELL NORTH AMERICA. Las utilidades de operación de Campbell North America, la división más grande de la empresa, ascendieron a 668.0 millones de dólares en el año 11, en comparación con 396.4 millones en el año 10, después de los cargos de reestructuración de 128.4 millones. Las utilidades de operación aumentaron 27% en el año 11 con respecto al año 10, a excepción de los cargos de reestructuración del año 10. Todas las líneas de negocios centrales de la división registraron crecimiento muy sólido de las utilidades. Los beneficios continuos de la reestructuración impulsaron mejoras considerables en los márgenes de operación.

Las ventas fueron de 4 260 millones de dólares en el año 11. Excepto las líneas de negocios vendidas y las líneas de productos discontinuadas, las ventas aumentaron 2%, aunque el volumen general disminuyó 2%. El volumen de sopas bajó 1.5% como resultado de la reducción en las actividades promocionales de fin de año. Se registraron grandes aumentos de volumen en las categorías de sopas para preparar, fideos ramen y sopas tamaño familiar, así como en las sopas “Healthy Request”. Por otra parte, las comidas congeladas “Swanson”, los jugos de carne “Franco-American” y las salsas para espagueti “Prego” produjeron rendimientos excepcionalmente altos en volumen, acompañados de resultados positivos en volumen en los platos fuertes “LeMenu Healthy”, sopas y platos fuertes congelados Food Service y Casera Foods en Puerto Rico.

CAMPBELL BISCUIT AND BAKERY. Las utilidades de operación de la división Biscuit and Bakery, que incluye Pepperidge Farm en Estados Unidos, Delacre en Europa y una participación en el capital de Arnotts Limited en Australia, ascendieron a 91.2 millones de dólares en el año 11, en comparación con 65.9 millones de dólares en el año 10 después de los cargos de reestructuración de 25.3 millones de dólares. Las utilidades de operación no experimentaron variaciones en el año 11, con excepción de los cargos de reestructuración del año 10. Las ventas aumentaron 1%; sin embargo, el volumen se redujo 3%.

Las utilidades de operación de Pepperidge Farm en el año 11 aumentaron a pesar de una caída en las ventas, que refleja el efecto negativo de la recesión en la producción de galletas de alta calidad. Diversas variedades nuevas de pan “Hearty Slices” tuvieron buen rendimiento. Delacre, con el beneficio de una nueva administración y la integración en la organización mundial de panecillos y pastelería, registro una mejoría importante en las ventas y utilidades del año 11. El rendimiento de Arnotts en el año 11 fue decepcionante e incluyó cargos de reestructuración. Su programa de reestructuración producirá efectos positivos en los resultados del ejercicio fiscal del año 12. La comparación del año 11 con el año 10 también fue afectada negativamente por las ganancias de 4.0 millones de dólares realizadas en el año 10 sobre las ventas de negocios realizadas por Arnotts.

CAMPBELL INTERNATIONAL. Las utilidades de operación de la división internacional fueron de 39.4 millones de dólares en el año 11, en comparación con una pérdida de operación de 168.6 millones en el año 10 después de los cargos de reestructuración de 185.4 millones de dólares.

En el año 11, Campbell International registró una mejoría significativa. Las utilidades de operación del año ascendieron a más del doble de los resultados previos a la reestructuración del año anterior. Hubo mejoras marginales en todo el sistema. Europa encabezó los resultados positivos de la división. Uno de los componentes fundamentales fue el paso de una posición de pérdida en el Reino Unido a la rentabilidad, impulsada por los beneficios de la reestructuración y la reconfiguración de las líneas de productos. Las unidades europeas de alimentos y

repostería registraron otro año de sólido crecimiento en las utilidades. Las operaciones en México, fortalecidas por un nuevo equipo de administración, también lograron convertir las pérdidas en utilidades. Las ventas ascendieron a 1 220 millones de dólares en el año 11, un aumento de 6%, con excepción de las líneas de negocios vendidas y las líneas de productos discontinuadas, así como los efectos del tipo de cambio de las divisas. El volumen fue aproximadamente igual que en el año 10.

4 Estados de utilidades

Las ventas en el año 11 fueron aproximadamente iguales a las del año 10. Excepto las líneas de negocios vendidas y las líneas de productos no rentables que se discontinuaron en el año 11, las ventas aumentaron 4%, pero el volumen se redujo en aproximadamente 2%. La causa de la baja en el volumen fue la reducción de las actividades promocionales de fin año y el efecto negativo de la recesión en ciertos productos de primera.

Los márgenes brutos aumentaron 2.6 puntos porcentuales a 34.0% en el año 11 a partir de 31.4% en el año 10. Todas las divisiones mejoraron debido a los beneficios considerables de las actividades de reestructuración, desinversión y recorte de productos. Las mejoras en productividad en todo el mundo y los precios a la baja de las mercancías también contribuyeron a los márgenes mayores.

Los gastos de marketing y venta, como porcentaje de las ventas netas, fueron de 15.4% en el año 11, en comparación con 15.8% en el año 10. La disminución en el año 11 se debe a las campañas de marketing más concentradas y los lanzamientos controlados de los nuevos productos. En cada uno de los 10 ejercicios fiscales anteriores, estos gastos se habían incrementado de manera considerable. Los gastos de publicidad se redujeron 11% en el año 11. La administración espera que los gastos de publicidad aumenten en el año 12 para impulsar el crecimiento del volumen de los productos centrales y apoyar la introducción de nuevos productos.

Los gastos de administración, como porcentaje de las ventas netas, fueron de 4.9% en el año 11, en comparación con 4.7% en el año 10. El aumento en el año 11 es resultado principalmente de las acumulaciones anuales del plan de incentivos para ejecutivos debido a un extraordinario desempeño financiero y los tipos de cambio de las monedas extranjeras.

El gasto por intereses aumentó en el año 11 debido a los préstamos que se contrataron en el cuarto trimestre para obtener tasas de interés favorables a largo plazo. El ingreso por intereses también fue superior en el año 11, ya que las cantidades obtenidas de estos préstamos se invirtieron temporalmente hasta que se necesiten. El gasto neto por intereses, después de deducir el ingreso por intereses, disminuyó de 94.0 millones de dólares en el año 10 a 90.2 millones de dólares en el año 11, ya que el mayor flujo de efectivo de las operaciones superó al efectivo empleado para realizar recompras de acciones y adquisiciones.

Las pérdidas en el tipo de cambio de las divisas descendieron principalmente a causa de los efectos limitados de las devaluaciones de la moneda de Argentina.

Otros gastos ascendieron a 26.2 millones de dólares en el año 11, en comparación con 14.7 millones de dólares en el año 10. El aumento es resultado principalmente de las acumulaciones para los planes de remuneración e incentivos a largo plazo que reflejan los cambios en el precio de las acciones de Campbell.

Como se examina en la sección "Visión general", los resultados del año 10 incluyen desinversiones, reestructuraciones y cargos inusuales por 339.1 millones de dólares (301.6 millones de dólares o 2.33 dólares por acción después de impuestos).

La participación en las utilidades de las filiales se redujo en el año 11 principalmente debido al rendimiento decepcionante de Arnotts y a una ganancia de 4.0 millones de dólares en la venta de líneas de negocios realizada por Arnotts en el año 10.

Año 10 en comparación con el año 9

5 Resultados por división

Campbell North America. En el año 10, Campbell North America obtuvo utilidades de operación de 396.4 millones de dólares después de los cargos de reestructuración de 128.4 millones de dólares. En el año 9, la división obtuvo utilidades de operación de 266.1 millones de dólares, después de los cargos de reestructuración de 189.1 millones de dólares. Con excepción de los cargos de reestructuración tanto del año 10 como del año 9, las utilidades de operación aumentaron 15% en el año 10, encabezadas por el sólido rendimiento de las líneas de sopas, abarrotes, mariscos congelados "Mrs. Paul's" y los sectores canadienses. El negocio de aceitunas registró un bajo rendimiento en el año 10.

Las ventas aumentaron 8% en el año a 4 320 millones de dólares, con un aumento de 3% en el volumen. Hubo incrementos sólidos en el volumen de las sopas listas para servirse, los desayunos congelados "Great Starts" y las salsas para espagueti "Prego". El volumen general de las ventas de sopas aumentó 1%. "Mrs. Paul's" recuperó la posición número uno en la participación de mercado de mariscos congelados preparados.

Campbell Biscuit and Bakery. En el año 10, Campbell Biscuit and Bakery obtuvo utilidades de operación de 65.9 millones de dólares, después de los cargos de reestructuración de 25.3 millones de dólares. En el año 9, las utilidades de operación de la división ascendieron a 65.3 millones de dólares, después de los cargos de reestructuración de 16.6 millones de dólares. A excepción de los cargos de reestructuración tanto del año 10 como del año 9, las utilidades de operación de la división aumentaron 11% en el año 10. El aumento en las utilidades de operación se debe sobre todo a las unidades de panecillos y pastelería de Pepperidge Farms y a la ganancia obtenida por Arnotts en la venta de algunas líneas de negocios. La unidad de congelados de Pepperidge Farm y Delacre tuvieron bajo rendimiento. Las ventas aumentaron 7% a 777.3 millones de dólares. El volumen aumentó 1%, y los principales contribuyentes al crecimiento fueron las unidades de panecillos, pastelería y servicio de alimentos de Pepperidge Farm y Delacre.

CAMPBELL INTERNATIONAL. En el año 10, Campbell International registró una pérdida de operación de 168.6 millones, después de los cargos de reestructuración de 185.4 millones de dólares. En el año 9, la división registró una pérdida de operación de 117.8 millones, después de los cargos de reestructuración de 137.3 millones de dólares. Salvo los cargos de reestructuración tanto del año 10 como del año 9, las utilidades de operación se redujeron 14% en el año 10, ya que el excelente rendimiento de las unidades europeas de alimentos y repostería y las operaciones en Argentina resultaron algo más que anuladas por el bajo rendimiento de la línea de alimentos congelados en el Reino Unido y las operaciones italianas de panecillos. Las ventas en el año 10 ascendieron a 1 190 millones de dólares, lo que representó un aumento de 15%. El volumen aumentó 14%, porcentaje del que 11% provino de las adquisiciones.

6 Estados de utilidades

En el año 10 las ventas aumentaron 9% con base en un aumento en volumen de 5%, la mitad de lo cual aproximadamente provino de líneas de negocios establecidas.

Los márgenes brutos aumentaron en 1.9 puntos porcentuales a 31.4% en el año 10, con respecto a 29.5% en el año 9. Todas las divisiones obtuvieron márgenes más altos en el año 10, pero las operaciones de Campbell North America fueron las que registraron los aumentos más considerables.

Los gastos de marketing y ventas, como porcentaje de las ventas netas, fueron de 15.8% en el año 10, en comparación con 14.4% en el año 9. El aumento del año 10 se debió a los cuantiosos gastos de marketing realizados por Campbell U.S.A. tanto al nivel regional como nacional.

Los gastos administrativos, como porcentaje de las ventas netas, fueron de 4.7% en el año 10, en comparación con 4.4% en el año 9. El aumento del año 10 se debió a algunos gastos únicos poco comunes, prestaciones laborales, la debilitación del dólar y las adquisiciones.

El gasto por intereses aumentó en el año 10 debido a niveles más altos de deuda derivados del financiamiento de las adquisiciones, niveles más altos de inventarios durante el año, compras de acciones de Campbell para mantenerlas en tesorería y gastos del programa de reestructuración. El ingreso por intereses disminuyó en el año 10 debido al cambio de las inversiones temporales denominadas en moneda local a inversiones en dólares de rendimiento más bajo en América Latina para reducir al mínimo las pérdidas en el tipo de cambio.

Las pérdidas en el tipo de cambio fueron resultado principalmente de las devaluaciones de la moneda argentina. Hubo una devaluación muy importante en Argentina en el año 9. Asimismo, las pérdidas del año 10 fueron menores debido al cambio en las inversiones temporales descrito en el párrafo anterior.

Otros gastos ascendieron a 14.7 millones de dólares en el año 10 en comparación con 32.4 millones de dólares en el año 9. Esta reducción es resultado principalmente de las acumulaciones menores para planes de remuneración e incentivos a largo plazo que reflejan los cambios en el precio de las acciones de Campbell.

Como se examinoó en la sección “Visión general”, los resultados incluyen desinversiones, reestructuraciones y cargos inusuales por 339.1 millones de dólares (301.6 millones de dólares, o 2.33 dólares por acción después de impuestos) en el año 10 y 343.0 millones de dólares (260.8 millones de dólares o 2.02 dólares por acción después de impuestos) en el año 9.

La participación en las utilidades de las filiales aumentó en el año 10 principalmente debido a la ganancia de 4.0 millones de dólares en la venta de líneas de negocios que realizó Arnotts en el año 10.

7 **Impuesto sobre las utilidades**

La tasa efectiva del impuesto sobre las utilidades fue de 39.8% en el año 11, 97.5% en el año 10 y 87.7% en el año 9. La principal razón de las elevadas tasas tributarias en los años 10 y 9 es que ciertas desinversiones, reestructuraciones y cargos inusuales no son deducibles de impuestos. Si se excluye el efecto de estos cargos, la tasa sería de 41.0% en el año 10 y 38.9% en el año 9. Las variaciones en todos los años se deben principalmente a la magnitud de ciertas pérdidas en el extranjero para las cuales no existe en la actualidad ningún beneficio fiscal.

8 **Inflación**

La empresa trata de mitigar los efectos de la inflación en las ventas y utilidades aumentando proporcionalmente los precios de venta y aplicando con energía un programa continuo de reducción de costos que incluye inversiones de capital en plantas y equipo más eficientes. Además, los programas de desinversión y reestructuración que se pusieron en marcha en los años 9 y 10 han convertido a la empresa en un productor más rentable, como se explicó anteriormente con referencia al costo de los productos vendidos.

10 **Liquidez y recursos de capital**

Los estados consolidados de flujos de efectivos y los balances generales demuestran la solidez financiera, continua y superior de la empresa.

11 **Estados de flujos de efectivo**

Actividades de operación. El efectivo proveniente de las operaciones ascendió a 805.2 millones de dólares en el año 11, lo que representa un aumento de 80% con respecto a 448.4 millones de dólares en el año 10. Este mayor flujo de efectivo se debe al nivel récord de las utilidades de la empresa y el menor capital de trabajo resultante de la mejor administración de los activos y el programa de reestructuración.

Actividades de inversión. La mayoría de las actividades de inversión de la empresa se relacionan con la compra de nuevos activos de planta para mantener procesos de fabricación modernos y aumentar la productividad. Los gastos de capital para activos de planta ascendieron a 371.1 millones en el año 11, incluidos 10.0 millones de dólares de arrendamientos de capital, lo que representa una ligera disminución con respecto al año 10. La empresa prevé que los gastos de capital en el año 12 asciendan aproximadamente a 400 millones de dólares.

Otra actividad de inversión fundamental de la empresa son las adquisiciones. El costo total de las adquisiciones en el año 11 fue de 180.1 millones de dólares, la mayoría de los cuales se gastaron para adquirir acciones en poder del público de la subsidiaria Campbell Soup Company Ltd., en Canadá, que es propiedad de la empresa en 71%. Esto permitirá a Campbell North America integrar con mayor eficiencia sus operaciones en Estados Unidos y Canadá para que Campbell tenga ventaja competitiva en América del Norte.

Una de las estrategias de la empresa ha consistido en eliminar de su cartera los activos y las líneas de negocios que tienen bajo rendimiento. En el año 11, la empresa realizó más de 100 millones de dólares en efectivo proveniente de estas actividades, de los cuales 67.4 millones proceden de la venta de líneas de negocios y 43.2 millones de la venta de activos.

Asimismo, durante el año 11, la empresa realizó aportaciones a sus planes de pensiones en montos considerablemente mayores a las cantidades que se gastaron. Ésta fue la principal razón del aumento en otros activos.

Actividades de financiamiento. Durante el año 11, la empresa emitió títulos de deuda en los mercados públicos por un total de 400 millones de dólares: 100 millones de dólares en pagarés a 9% que se vencen en el año 18, 100 millones en pagarés a mediano plazo con vencimiento en el año 21 a tasas de interés que varían entre 8.58 y 8.75%, y 200 millones de obligaciones a 8.875% con vencimiento en el año 41. Estos ingresos se utilizaron para reducir la deuda a corto plazo en 227 millones de dólares, liquidar deuda a largo plazo que vencía en el año 11 por 129.9 millones de dólares y financiar la compra de la participación minoritaria de Campbell Canadá.

Durante el año 11, la empresa recompró aproximadamente 3.4 millones de acciones de capital a un costo de 175.6 millones de dólares. El efectivo recibido de la emisión de aproximadamente 1.1 millones de acciones en tesorería, de conformidad con los planes de opción de compra de acciones e incentivos a largo plazo, ascendió a 47.7 millones en el año 11.

Los dividendos de 137.5 millones de dólares representan los dividendos pagados en el año 11. Los dividendos declarados en el año 11 fueron de 142.2 millones de dólares o 1.12 dólares por acción, lo que representa un aumento de 14% con respecto al año 10.

12 **Balances generales**

El total de préstamos a finales del ejercicio fiscal del año 11 fue de 1 055 millones de dólares, en comparación con 1 008 millones de dólares a finales del año 10. Incluso después de los efectos del endeudamiento y la emisión de acciones en tesorería que se expusieron en el apartado anterior, la deuda total, como porcentaje de la capitalización total, fue de 33.7%, la misma que hace un año. La empresa cuenta con amplias fuentes de fondos. Tiene acceso a los mercados de papel comercial con la calificación más alta. La deuda a largo plazo de la empresa tiene una calificación de doble A otorgada por las agencias calificadoras más importantes. Ha presentado una solicitud de registro de autorización permanente ante la Comisión de Bolsa y Valores (SEC) de Estados Unidos para la emisión, de vez en cuando, de hasta 100 millones de dólares en títulos de deuda. Asimismo, la empresa dispone de líneas de crédito sin usar por aproximadamente 635 millones de dólares.

La actividad relacionada con la deuda se explica en la sección de Estados de flujo de efectivo. Además, los saldos de deuda en los balances generales resultaron afectados por los vencimientos corrientes de la deuda a largo plazo y por la clasificación del papel comercial que se refinanció como deuda a largo plazo en el año 10.

La administración dinámica del capital de trabajo y el efecto de las líneas de negocios vendidas se refleja en un decremento de 235.5 millones de dólares en el activo circulante, con exclusión de los cambios en el efectivo y las inversiones temporales. Las cuentas por cobrar se redujeron en 97.1 millones de dólares y los inventarios bajaron 113.1 millones de dólares con respecto al año 10. Las cuentas por pagar disminuyeron 42.8 millones de dólares debido a los menores niveles de inventarios y a las desinversiones. Los pasivos acumulados y el impuesto sobre las utilidades acumulado se redujeron en 61.9 millones de dólares, ya que los aumentos debidos a los mayores niveles de utilidades y a las fechas en que se realizaron ciertos pagos fueron superados por los pagos y cargos resultantes de los programas de desinversión y reestructuración.

Los activos de planta aumentaron 72.7 millones de dólares debido a los gastos de capital de 371.1 millones de dólares, compensados por la provisión anual para depreciación de 194.5 millones, las ventas de activos y las desinversiones. Los activos intangibles aumentaron 52.1 millones, ya que las adquisiciones produjeron 132.3 millones de crédito mercantil (goodwill) adicional. La amortización y las desinversiones explican el resto del cambio. Otros activos aumentaron principalmente como resultado de las aportaciones al plan de pensiones.

Otros pasivos disminuyeron 14.9 millones de dólares, ya que la reducción de la participación minoritaria que resultó de la compra de las acciones en poder del público de Campbell Canada y los cambios en los tipos de cambio de las divisas de otros pasivos compensaron la provisión anual para impuestos diferidos.

Campbell Soup

Estados consolidados de utilidades

	(millones de dólares)	***Año 11***	Año10	Año 9
13	**VENTAS NETAS**	***$6204.1***	$6205.8	$5672.1
	Costos y gastos			
14	Costo de los productos vendidos	***4095.5***	4258.2	4001.6
15	Gastos de marketing y venta	***956.2***	980.5	818.8
16	Gastos administrativos	***306.7***	290.7	252.1
17	Gastos de investigación y desarrollo	***56.3***	53.7	47.7
18	Gasto por intereses (nota 3)	***116.2***	111.6	94.1
19	Ingreso por intereses	***(26.0)***	(17.6)	(38.3)
20	Pérdidas en el tipo de cambio de divisas, neto (nota 4)	***.8***	3.3	19.3
21	Otros gastos (nota 5)	***26.2***	14.7	32.4
22	Desinversiones, reestructuraciones y cargos inusuales (nota 6)	**—**	339.1	343.0
22A	Total de costos y gastos	***$5531.9***	$6034.2	$5570.7
23	Utilidades antes de participación en las utilidades de filiales e intereses minoritarios	***$ 672.2***	$ 171.6	$ 101.4
24	Participación en las utilidades de filiales	***2.4***	13.5	10.4
25	Intereses minoritarios	***(7.2)***	(5.7)	(5.3)
26	Utilidades antes de impuestos	***667.4***	179.4	106.5
27	Impuestos sobre utilidades (nota 9)	***265.9***	175.0	93.4
28	**Utilidades netas**	***$ 401.5***	$ 4.4	$ 13.1
29	**Utilidades netas por acción (nota 22)**	***$ 3.16***	$ .03	$ .10
30	Promedio ponderado de acciones en circulación	***127.0***	129.6	129.3

BALANCES GENERALES CONSOLIDADOS

	(millones de dólares)	***28 de julio del año 11***	29 de julio del año 10
	Activo circulante		
31	Efectivo y equivalentes de efectivo (nota 12)	***$178.9***	$80.7
32	Otras inversiones temporales, al costo, que se aproxima al valor de mercado	***12.8***	22.5
33	Cuentas por cobrar (nota 13)	***527.4***	624.5
34	Inventarios (nota 14)	***706.7***	819.8
35	Gastos prepagados (nota 15)	***92.7***	118.0
36	Total del activo circulante	***1 518.5***	1 665.5
37	**Activos de planta, neto, después de deducir depreciación (nota 16)**	***1 790.4***	1 717.7
38	**Activos intangibles, neto, después de deducir amortización (nota 17)**	***435.5***	383.4
39	**Otros activos (nota 18)**	***404.6***	349.0
	Total del activo	***$4 149.0***	$4 115.6
	Pasivo circulante		
40	Documentos por pagar (nota 19)	***$282.2***	$202.3
41	Cuentas por pagar a proveedores y otros	***482.4***	525.2
42	Pasivos acumulados (nota 20)	***408.7***	491.9
43	Dividendos por pagar	***37.0***	32.3
44	Impuesto sobre las utilidades acumulado	***67.7***	46.4
45	Total del pasivo circulante	***1 278.0***	1 298.1
46	**Deuda a largo plazo (nota 19)**	***772.6***	805.8
47	**Otros pasivos, principalmente impuesto sobre las utilidades diferido (nota 21)**	***305.0***	319.9
	Capital de los accionistas (nota 22)		
48	Acciones preferentes; 40 millones de acciones autorizadas; ninguna emitida	—	—
49	Acciones de capital, valor a la par de .15 dls.; acciones autorizadas 140 000 000; acciones emitidas 135 622 676.	***20.3***	20.3
			61.9
50	Superávit de capital	***107.3***	1 653.3
51	Utilidades retenidas en la empresa	***1 912.6***	
52	Acciones de capital en tesorería, 8 618 911 acciones en el año 11 y 6 353 697 acciones en el año 10, al costo	***(270.4)***	(107.2)
53	Ajustes de conversión acumulativos (nota 4)	***23.6***	63.5
54	Total del capital de los accionistas	***1 793.4***	1 691.8
55	Total del pasivo y capital de los accionistas	***$4 149.0***	$4 115.6

CAMPBELL SOUP

ESTADOS CONSOLIDADOS DE FLUJOS DE EFECTIVO

	(millones de dólares)	***Año 11***	Año 10	Año 9
	Flujos de efectivo de actividades de operación			
56	Utilidades netas	***$401.5***	$4.4	$13.1
	Para conciliar las utilidades netas con el efectivo neto proveniente de las actividades de operación:			
57	Depreciación y amortización	***208.6***	200.9	192.3
58	Provisiones para desinversiones y reestructuraciones		339.1	343.0
59	Impuestos diferidos	***35.5***	3.9	(67.8)
60	Otros, neto	***63.2***	18.6	37.3
61	(Incremento) decremento en cuentas por cobrar	***17.1***	(60.4)	(46.8)
62	(Incremento) decremento en inventarios	***48.7***	10.7	(113.2)
63	Cambio neto en otros activos y pasivos circulantes	***30.6***	(68.8)	(.6)
64	Efectivo neto proveniente de actividades de operación	***805.2***	448.4	357.3
	Flujos de efectivo de actividades de inversión			
65	Compras de activos de plantas	***(361.1)***	(387.6)	(284.1)
66	Ventas de activos de plantas	***43.2***	34.9	39.8
67	Líneas de negocios adquiridas	***(180.1)***	(41.6)	(135.8)
68	Venta de línea de negocios	***67.4***	21.7	4.9
69	Incremento en otros activos	***(57.8)***	(18.6)	(107.0)
70	Cambio neto en otras inversiones temporales	***9.7***	3.7	9.0
71	Efectivo neto utilizado en actividades de inversión	***(478.7)***	(387.5)	(473.2)
	Flujos de efectivo de actividades de financiamiento			
72	Préstamos a largo plazo	***402.8***	12.6	126.5
73	Pago de préstamos a largo plazo	***(129.9)***	(22.5)	(53.6)
74	Incremento (decremento) en los préstamos con vencimientos menores de tres meses	***(137.9)***	(2.7)	108.2
75	Otros préstamos a corto plazo	***117.3***	153.7	227.1
76	Pago de otros préstamos a corto plazo	***(206.4)***	(89.8)	(192.3)
77	Dividendos pagados	***(137.5)***	(124.3)	(86.7)
78	Compras de acciones en tesorería	***(175.6)***	(41.1)	(8.1)
79	Acciones en tesorería emitidas	***47.7***	12.4	18.5
80	Otros, neto	***(.1)***	(.1)	23.5
81	Efectivo neto proveniente de (utilizado en) actividades de financiamiento	***(219.6)***	(101.8)	163.1
82	Efecto de las variaciones del tipo de cambio de divisas en el efectivo	***(8.7)***	.7	(12.1)
83	**Incremento (decremento) neto en el efectivo y equivalentes de efectivo**	***98.2***	(40.2)	35.1
84	Efectivo y equivalentes de efectivo a principio de año	***80.7***	120.9	85.8
85	**Efectivo y equivalentes de efectivo a final de año**	***$178.9***	$80.7	$120.9

ESTADOS CONSOLIDADOS DE CAPITAL DE LOS ACCIONISTAS

	(millones de dólares)	Acciones preferentes	Acciones de capital	Superávit de capital	Utilidades retenidas en la empresa	Acciones de capital en tesorería	Ajustes de conversión acumulados	Total del capital de los accionistas
86	Saldo al 31 de julio del año 8	—	$20.3	$42.3	$1 879.1	$(75.2)	$28.5	$1 895.0
	Utilidades netas				13.1			13.1
	Dividendos en efectivo ($.90 por acción)				(116.4)			(116.4)
	Acciones en tesorería compradas					(8.1)		(8.1)
	Acciones en tesorería emitidas según los planes de opción de compra de acciones e incentivos para ejecutivos			8.5		12.6		21.1
	Ajustes de conversión						(26.4)	(26.4)
87	Saldo al 30 de julio del año 9	—	20.3	50.8	1 775.8	(70.7)	2.1	1 778.3
	Utilidades netas				4.4			4.4
	Dividendos en efectivo (.98 dls. por acción)				(126.9)			(126.9)
	Acciones en tesorería compradas					(41.1)		(41.1)
	Acciones en tesorería emitidas según los planes de opción de compra de acciones e incentivos para ejecutivos			11.1		4.6		15.7
	Ajustes de conversión						61.4	61.4
	Saldo al 29 de julio del año 10	—	20.3	61.9	1 653.3	(107.2)	63.5	1 691.8
88	**Utilidades netas**				***401.5***			***401.5***
89	**Dividendos en efectivo (1.12 dls. por acción)**				***(142.2)***			***(142.2)***
90	**Acciones en tesorería compradas**					***(175.6)***		***(175.6)***
91	**Acciones en tesorería emitidas según los planes de opción de compra de acciones e incentivos para ejecutivos**			***45.4***		***12.4***		***57.8***
92	**Ajustes de conversión**						***(29.9)***	***(29.9)***
93	**Venta de operaciones extranjeras**						***(10.0)***	***(10.0)***
94	**Saldo al 28 de julio del año 11**	—	***$20.3***	***$107.3***	***$1,912.6***	***$(270.4)***	***$23.6***	***$1,793.4***

95 **Cambios en el número de acciones**

(miles de acciones)	Emitidas	En circulación	En tesorería
Saldo al 31 de julio del año 8	135 622.7	129 038.6	6 584.1
Acciones en tesorería compradas		(250.6)	250.6
Acciones en tesorería emitidas según los planes de opción de compra de acciones e incentivos para ejecutivos		790.6	(790.6)
Saldo al 30 de julio del año 9	135 622.7	129 578.6	6 044.1
Acciones en tesorería compradas		(833.0)	833.0
Acciones en tesorería emitidas según los planes de opción de compra de acciones e incentivos para ejecutivos		523.4	(523.4)
Saldo al 29 de julio del año 10	135 622.7	129 269.0	6 353.7
Acciones en tesorería compradas		***(3 395.4)***	***3 395.4***
Acciones en tesorería emitidas según los planes de opción de compra de acciones e incentivos para ejecutivos		***1 130.2***	***(1 130.2)***
Saldo al 28 de julio del año 11	***135 622.7***	***127 003.8***	***8 618.9***

(millones de dólares)

Resumen de las políticas de contabilidad importantes

CONSOLIDACIÓN. Los estados financieros consolidados incluyen las cuentas de la empresa y las de las subsidiarias en las que tiene participación mayoritaria. Una cantidad considerable de transacciones entre divisiones de la empresa se eliminan en la consolidación. Las inversiones en filiales en las que la empresa tiene 20% de participación o más se contabilizaron por medio del método de participación.

INVENTARIOS. En gran parte todos los inventarios domésticos se valoran a lo que resulte inferior entre precio de costo y valor de mercado; el costo se determina por medio del método de últimas entradas, primeras salidas (UEPS (LIFO)). Otros inventarios se valoran a lo que resulte inferior entre el costo promedio y el valor promedio de mercado.

INTANGIBLES. El excedente de costo de inversiones sobre activos netos de empresas compradas se amortiza con base en el método de línea recta a lo largo de periodos no superiores a cuarenta años.

ACTIVOS DE PLANTA. Las modificaciones y remodelaciones que extienden en gran medida la vida útil de los inmuebles o aumentan considerablemente la capacidad de éstos se capitalizan. Los montos de las ventas de inmuebles se eliminan de las cuentas de activos de planta y depreciación acumulada y la ganancia o pérdida resultante se incluye en las utilidades. Las reparaciones y el mantenimiento ordinarios se cargan a los costos de operación.

DEPRECIACIÓN. La depreciación que se consigna en los costos y gastos se basa en el método en línea recta. Las líneas de negocios de Estados Unidos, Canadá y algunos otros países usan métodos de depreciación acelerada para efectos del impuesto sobre las utilidades.

PLANES DE PENSIONES. El costo de las pensiones se acumula a lo largo de la carrera de los empleados con base en fórmulas de prestaciones del plan.

EFECTIVO Y EQUIVALENTES DE EFECTIVO. Todos los instrumentos de deuda que tienen alta liquidez y se compran con un vencimiento a tres meses o menos se clasifican como equivalentes de efectivo.

INSTRUMENTOS FINANCIEROS. Para administrar el riesgo de las tasas de interés, la empresa celebra en ocasiones contratos *swap* de tasas de interés. Cuando las tasas de interés cambian, la diferencia por pagar o recibir se acumula y se reconoce como gasto por intereses a lo largo del plazo de vigencia del contrato. A fin de cubrirse contra riesgos del tipo de cambio de divisas en compromisos en firme, la empresa celebra a veces contratos *forward* de tipo de cambio. Las ganancias y pérdidas resultantes de estos instrumentos se reconocen en el mismo periodo que las transacciones de cobertura fundamentales. En ocasiones, la empresa también celebra contratos *swap* de tipo de cambio, que son eficaces como cobertura de las inversiones netas en subsidiarias extranjeras. Las ganancias y pérdidas realizadas y no realizadas sobre estos instrumentos *swap* de divisas se reconocen en la cuenta de ajustes de conversión acumulados en el apartado de Capital de los accionistas.



2 Información sobre áreas geográficas

La empresa se desenvuelve predominantemente en la industria de los alimentos preparados. En la siguiente tabla se presenta información sobre las operaciones en diferentes áreas geográficas:

	Año 11	Año 10	Año 9
Ventas netas			
Estados Unidos	***$4 495.6***	$4 527.2	$4 233.4
Europa	***1 149.1***	1 101.4	983.7
Otros países	***656.0***	673.6	542.9
Ajuste y eliminación	***(96.6)***	(96.4)	(87.9)
Consolidado	***$6 204.1***	$6 205.8	$5 672.1
Utilidades (pérdidas) antes de impuestos			
Estados Unidos	***$694.8***	$427.8	$294.5
Europa	***48.8***	(178.7)	(21.3)
Otros países	***55.0***	44.6	(59.6)
	798.6	293.7	213.6
Gastos corporativos sin asignar	***(41.1)***	(16.5)	(31.3)
Intereses, neto	***(90.2)***	(94.0)	(55.8)
Ajuste de conversión de divisas extranjeras	***.1***	(3.8)	(20.0)
Consolidado	***$667.4***	$179.4	$106.5
Activos identificables			
Estados Unidos	***$2 693.4***	$2 535.0	$2 460.5
Europa	***711.3***	942.2	886.9
Otros países	***744.3***	638.4	584.7
Consolidado	***$4 149.0***	$4 115.6	$3 932.1

Las transferencias entre áreas geográficas se registran al costo más la diferencia entre el precio de costo y el precio de venta, o a valor de mercado. Los activos identificables son todos aquellos que se identifican con las operaciones en cada área geográfica.

3 Gastos por intereses

		Año 11	Año 10	Año 9
98	Gasto por intereses	***$136.9***	$121.9	$97.6
99	Menos: gasto por intereses capitalizado	***20.7***	10.3	3.5
100		***$116.2***	$111.6	$94.1

(millones de dólares)

101 **4 Conversión de divisas**

Las fluctuaciones en el tipo de cambio de las divisas produjeron reducciones en las utilidades de .3 millones de dólares en el año 11, 3.2 millones en el año 10 y 19.1 millones en el año 9.

	Año 11	Año 10	Año 9
Europa	***$ 5.6***	$43.2	$(3. 5)
Canadá	***3.8***	3.6	(2.5)
Australia	***13.4***	16.1	7.3
Otros	***.8***	.6	.8
	$23.6	$63.5	$ 2.1

Los saldos en la cuenta de ajustes de conversión acumulados son los siguientes.

	Año 11	Año 10	Año 9
102 Precio de las acciones relacionado con programas de incentivos	***$15.4***	$ (.1)	$17.4
103 Amortización de activos intangibles y otros activos	***14.1***	16.8	16.4
104 Otros, neto	***(3.3)***	(2.0)	(1.4)
	$26.2	$14.7	$32.4

5 Otros gastos

En otros gastos se incluye lo siguiente:

105 **6 Desinversiones, reestructuración y cargos inusuales**

En el año 10, los cargos por los programas de desinversión y reestructuración, diseñados para fortalecer las líneas de negocios centrales de la empresa y mejorar la rentabilidad a largo plazo, redujeron las utilidades de operación en 339.1 millones de dólares; 301.6 millones de dólares después de impuestos, o 2.33 dólares por acción. El programa de desinversión supuso la venta de varias líneas de negocios de bajo rendimiento o no estratégicas. Los cargos de reestructuración toman en cuenta la eliminación de los activos de bajo rendimiento y las instalaciones innecesarias e incluyen un cargo de 113 millones de dólares para cancelar el crédito mercantil (goodwill) en el Reino Unido.

En el año 9, los cargos por el programa de reestructuración mundial redujeron las utilidades de operación en 343.0 millones de dólares; 260.8 millones de dólares después de impuestos, o 2.02 dólares por acción. El programa de reestructuración supuso consolidaciones de plantas, reducciones de personal y cancelaciones de crédito comercial.

106 **7 Adquisiciones**

Antes de julio del año 11, la empresa era propietaria de aproximadamente 71% de las acciones de capital de Campbell Soup Company Ltd. ("Campbell Canada"), que procesa, envasa y distribuye una amplia gama de alimentos preparados exclusivamente en Canadá, bajo muchos de los nombres de marcas de la empresa. La posición financiera y los resultados de las operaciones de Campbell Canada se consolidaron con los de la empresa. En julio del año 11, la empresa adquirió las acciones remanentes (29%) de Campbell Canada que aún no eran de su propiedad a un costo de 159.7 millones de dólares. Además, la empresa realizó otra adquisición a un costo de 20.4 millones de dólares. El costo total de las adquisiciones del año 11 de 180.1 millones de dólares se asignó como sigue:

Capital de trabajo	$ 5.1
Activos fijos	4.7
Intangibles, principalmente crédito mercantil (goodwill)	132.3
Otros activos	1.5
Eliminación del interés minoritario	36.5
	$180.1

107

Durante el año 10 la empresa realizó varias adquisiciones pequeñas a un costo de 43.1 millones de dólares, que se asignaron como sigue:

Capital de trabajo	$ 7.8
Activos fijos	24.7
Intangibles, principalmente crédito mercantil (goodwill)	18.5
Pasivos a largo plazo y otros	(7.9)
	$43.1

108

Durante el año 9, la empresa realizó varias adquisiciones a un costo de 137.9 millones de dólares, incluida una planta de fabricación de sopa y encurtidos en Canadá. El costo de las adquisiciones se asignó como sigue:

Capital de trabajo	$ 39.9
Activos fijos	34.6
Intangibles, principalmente crédito mercantil (goodwill)	65.5
Pasivos a largo plazo y otros	(2.1)
	$137.9

Estas adquisiciones se contabilizaron como transacciones de compra, y las operaciones de las empresas adquiridas se incluyen en los estados financieros a partir de la fecha en que se registraron las adquisiciones. Los resultados pro forma de

las operaciones no se han presentado porque no variarían de un modo considerable de los montos registrados y no serían datos indicativos de los resultados previstos resultantes de la adquisición a causa de los grandes cambios realizados en las operaciones de las empresas adquiridas.

110 8 Planes de pensiones y beneficios de jubilación

PLANES DE PENSIONES. En gran medida todos los empleados de la empresa y sus subsidiarias nacionales y canadienses están cubiertos por planes de pensiones con beneficios definidos que no requieren aportaciones por parte de los empleados. Los planes de beneficios se basan generalmente en los años de servicio y la remuneración de los empleados en los últimos años de servicio activo. Las prestaciones se pagan con fondos previamente proporcionados a fideicomisarios y compañías de seguros, o la empresa o sus subsidiarias las pagan directamente. Los supuestos actuariales y las disposiciones del plan se someten a revisiones regulares realizadas por la empresa y los actuarios independientes de ésta para asegurarse de que los activos del plan sean suficientes para cubrir las pensiones y las prestaciones a los sobrevivientes. Los activos del plan consisten principalmente en acciones o unidades de acciones comunes, instrumentos de renta fija, fondos inmobiliarios y del mercado de dinero.

Los gastos de pensiones incluyen los siguientes:

		Año 11	Año 10	Año 9
	Para planes nacionales y canadienses en fideicomiso:			
111	Costo de servicio-beneficios ganados durante el año	***$ 22.1***	$ 19.3	$ 17.2
112	Costo de intereses sobre la obligación proyectada para pagar las prestaciones	***69.0***	63.3	58.8
113	Rendimiento real de los activos del plan	***(73.4)***	(27.1)	(113.8)
114	Amortización neta y aplazamientos	***6.3***	(38.2)	57.8
		24.0	17.3	20.0
115	Otros gastos de pensiones	***7.4***	6.4	6.8
116	Gasto consolidado de pensiones	***$ 31.4***	$ 23.7	$ 26.8

Las principales suposiciones actuariales empleadas en Estados Unidos fueron:

	Mediciones de la obligación proyectada para pagar las prestaciones:			
117	Tasa de descuento	***8.75%***	9.00%	9.00%
118	Tasa a largo plazo del aumento en remuneración	***5.75%***	5.50%	5.00%
119	Tasa a largo plazo del rendimiento de los activos del plan	***9.00%***	9.00%	9.00%

El estado de los recursos de los planes era el siguiente.

120	***28 de julio del año 11***	29 de julio del año 10
Valor presente actuarial de las obligaciones de prestaciones:		
Derechos adquiridos	***$(679.6)***	$(624.4)
Derechos no adquiridos	***(34.8)***	(35.0)
Obligación de prestaciones acumulada	***(714.4)***	(659.4)
Efecto de los aumentos proyectados en el salario	***(113.3)***	(101.0)
Obligación de prestaciones proyectada	***(827.7)***	(760.4)
Activos del plan a valor de mercado	***857.7***	773.9
Activos del plan por encima de la obligación de prestaciones proyectada	***30.0***	13.5
Pérdida neta sin reconocer	***122.9***	86.3
Costo de servicio anterior sin reconocer	***54.9***	55.9
Activos netos sin reconocer en transición	***(35.3)***	(39.5)
Gasto prepagado de pensiones	***$ 172.5***	$ 116.2

La cobertura de pensiones de los empleados de las subsidiarias extranjeras de la empresa, menos Canadá, y otras prestaciones complementarias de las pensiones de la empresa se ofrecen en la medida que se juzga apropiada por medio de los planes respectivos. Las obligaciones con arreglo a dichos planes se cubren sistemáticamente por medio del depósito de los fondos en fideicomisos o en contratos de seguros. Los activos y obligaciones de estos planes no ascienden a una cantidad importante.

PLANES DE AHORRO. La empresa patrocina planes de ahorro que cubren en gran medida a todos los empleados estadounidenses. Después de un año de servicio continuo, la empresa realiza aportaciones iguales a 50% de las aportaciones de los empleados hasta una compensación de 5% del salario dentro de ciertos límites. En el ejercicio fiscal del año 12, la empresa aumentará sus aportaciones hasta en 20% si se alcanzan ciertas metas relativas a las utilidades. Las cantidades cargadas a costos y gastos fueron de 10.0 millones de dólares en el año 11, 10.6 millones de dólares en el año 10 y 10.7 en el año 9.

BENEFICIOS PARA JUBILADOS. La empresa y sus subsidiarias nacionales ofrecen ciertas prestaciones de seguro de gastos médicos y de vida principalmente a todos los empleados jubilados y sus dependientes. El costo de dichos beneficios se registra como gasto cuando se pagan las reclamaciones y ascendió a 15.3 millones de dólares en el año 11, 12.6 millones de dólares en el año 10 y 11.0 millones de dólares en el año 9. Básicamente a todos los jubilados de las subsidiarias extranjeras se les proporcionan prestaciones médicas por medio de planes patrocinados por los gobiernos. El costo del seguro de vida proporcionado a los jubilados de ciertas subsidiarias extranjeras no es importante.

(millones de dólares)

121 **9 Impuestos sobre las utilidades**

La provisión para el pago del impuesto sobre las utilidades consiste en lo siguiente:

	Año 11	Año 10	Año 9
Pagadero actualmente			
122 Federal	***$185.8***	$132.4	$118.8
123 Estatal	***23.4***	20.8	20.9
124 Extranjero	***21.2***	17.9	21.5
124A	***230.4***	171.1	161.2
Diferido			
125 Federal	***21.9***	1.2	(49.3)
126 Estatal	***7.5***	2.6	(8.0)
127 Extranjero	***6.1***	.1	(10.5)
127A	***35.5***	3.9	(67.8)
127B	***$265.9***	$175.0	$ 93.4

El impuesto sobre las utilidades diferido resulta de las diferencias temporales entre las utilidades registradas en los estados financieros y las utilidades gravables, como sigue:

	Año 11	Año 10	Año 9
128 Depreciación	***$ 5.9***	$ 18.6	$ 11.9
129 Pensiones	***13.6***	11.7	8.3
130 Prestaciones laborales prefinanciadas	***(3.3)***	(4.8)	(3.4)
131 Acumulaciones que actualmente no son deducibles para efectos fiscales	***(11.4)***	(5.8)	(5.3)
132 Desinversiones, reestructuraciones y cargos inusuales	***29.3***	(11.1)	(78.2)
133 Otros	***1.4***	(4.7)	(1.1)
	$35.5	$ 3.9	$(67.8)

La siguiente es una conciliación de las tasas efectivas del impuesto sobre las utilidades con la tasa estatutaria federal del impuesto sobre las utilidades en Estados Unidos:

	Año 11	Año 10	Año 9
134 Tasa estatutaria federal del impuesto sobre las utilidades	***34.0%***	34.0%	34.0%
135 Impuesto sobre las utilidades estatal (neto, después de deducir el beneficio fiscal federal)	***3.0***	3.7	3.6
136 Desinversiones, reestructuraciones y cargos inusuales no deducibles		56.5	48.7
137 Amortización de intangibles no deducibles	***.6***	.9	1.1
138 Utilidades extranjeras no gravadas o gravadas a otra tasa diferente de la tasa estatutaria federal	***(.3)***	1.2	.2
139 Otros	***2.5***	1.2	.1
140 Tasa efectiva del impuesto sobre las utilidades	***39.8%***	97.5%	87.7%

La provisión para el pago del impuesto sobre las utilidades se redujo en 3.2 millones de dólares en el año 11, 5.2 millones de dólares en el año 10, y 3.5 millones de dólares en el año 9, debido a la utilización de transferencias de pérdidas a otros ejercicios por parte de ciertas subsidiarias extranjeras.

Algunas subsidiarias extranjeras de la empresa tienen transferencias de pérdidas fiscales de aproximadamente 103.4 millones de dólares (77.4 millones de dólares para efectos financieros), de los cuales 10.5 millones de dólares se relacionan con periodos anteriores a la adquisición de las subsidiarias por parte de la empresa. De estas transferencias, 54.8 millones de dólares vencen hasta el año 16 y 48.6 millones podrían seguir transfiriéndose a otros ejercicios indefinidamente. Las actuales tasas tributarias estatutarias en estos países varían entre 20 y 51%.

El impuesto sobre las utilidades no se ha acumulado en las utilidades no distribuidas de subsidiarias extranjeras por 219.7 millones de dólares, que están invertidas en activos de operación y no se espera que sean remitidas. Si lo fueran, hay créditos fiscales disponibles para reducir considerablemente los impuestos adicionales que pudieran resultar.

A continuación aparecen las utilidades antes de impuestos de las empresas de Estados Unidos y el extranjero.

		Año 11	Año 10	Año 9
141	Estados Unidos	***$570.9***	$277.0	$201.5
142	Extranjero	***96.5***	(97.6)	(95.0)
		$667.4	$179.4	$106.5

143 **10 Arrendamientos**

El gasto por pago de alquileres ascendió a 59.7 millones de dólares en el año 11, 62.4 millones de dólares en el año 10 y 60.2 millones de dólares en el año 9, y generalmente se relaciona con los arrendamientos de maquinaria y equipo. Los futuros pagos mínimos de arrendamiento con arreglo a los contratos de arrendamiento ascienden a 71.9 millones de dólares.

11 Información complementaria de los estados de utilidades

		Año 11	Año 10	Año 9
144	Mantenimiento y reparaciones	***$173.9***	$180.6	$173.9
145	Publicidad	***$195.4***	$220.4	$212.9

146 **12 Efectivo y equivalentes de efectivo**

La partida de efectivo y equivalentes de efectivo incluye equivalentes de efectivo de 140.7 millones de dólares al 28 de julio del año 11, y 44.1 millones de dólares al 29 de julio del año 10.

13 Cuentas por pagar

		Año 11	Año 10
147	Clientes	***$478.0***	$554.0
148	Provisiones para descuentos por pronto pago y cuentas incobrables	***(16.3)***	(19.9)
		461.7	534.1
149	Otros	***65.7***	90.4
150		***$527.4***	$624.5

14 Inventarios

		Año 11	Año 10
151	Materias primas, contenedores y suministros	***$342.3***	$384.4
152	Productos terminados	***454.0***	520.0
		796.3	904.4
153	Menos: ajustes de los inventarios con base en UEPS (LIFO)	***89.6***	84.6
		$706.7	$819.8

La liquidación de cantidades de inventarios UEPS (LIFO) no tuvo efectos importantes en los años 11, 10 o 9. Los inventarios para los que se usó el método UEPS (LIFO) de determinación de costos representaron aproximadamente 70% de los inventarios consolidados en el año 11 y 64% en el año 10.

15 Gastos prepagados

		Año 11	Año 10
154	Pensiones	***$19.8***	$ 22.3
155	Impuestos diferidos	***36.6***	37.7
156	Prestaciones laborales prefinanciadas	***1.2***	13.9
157	Otros	***35.1***	44.1
		$92.7	$118.0

16 Activos de planta

		Año 11	Año 10
158	Terrenos	***$ 56.3***	$ 63.8
159	Edificios	***758.7***	746.5
160	Maquinaria y equipo	***1,779.3***	1,657.6
161	Proyectos en proceso	***327.6***	267.0
161A		***2,921.9***	2,734.9
162	Depreciación acumulada	***(1,131.5)***	(1,017.2)
		$1,790.4	$1,717.7

La depreciación registrada en costos y gastos fue de 194.5 millones de dólares en el año 11, 184.1 millones de dólares en el año 10, y 175.9 millones de dólares en el año 9. Aproximadamente 158.2 millones de dólares de gastos de capital se requieren para concluir los proyectos en proceso al 28 de julio del año 11.

(millones de dólares)

17 Activos intangibles

	Año 11	Año 10
163 Costo de las inversiones en exceso de los activos netos de las empresas compradas (crédito mercantil)	***$347.8***	$281.1
164 Otros intangibles	***129.8***	134.0
	477.6	415.1
165 Amortización acumulada	***(42.1)***	(31.7)
	$435.5	$383.4

18 Otros activos

	Año 11	Año 10
166 Inversión en filiales	***$155.8***	$169.4
167 Gasto prepagado de pensiones a largo plazo	***152.7***	93.9
168 Otras inversiones a largo plazo	***44.2***	52.0
169 Otros	***51.9***	33.7
169A	***$404.6***	$349.0

La inversión en filiales consiste principalmente en la propiedad por parte de la compañía de 33% de las acciones de capital en circulación de Arnotts Limited, un fabricante australiano de panecillos. Esta inversión se contabiliza con base en el método de participación. En esta inversión se incluye el crédito mercantil (goodwill) de 28.3 millones de dólares que se amortizará a lo largo de 40 años. Al 28 de julio del año 11, el valor de mercado de la inversión basado en precios de mercado cotizados fue de 213.8 millones de dólares. La participación de la empresa en las utilidades de Arnotts Limited fue de 1.5 millones de dólares en el año 11, 13.0 millones de dólares en el año 10, y 8.7 millones de dólares en el año 9. La cantidad del año 10 incluye una ganancia de 4.0 millones de dólares realizada por Arnotts en la venta de líneas de negocios. Los dividendos recibidos fueron de 8.2 millones de dólares en el año 11, 7.4 millones de dólares en el año 10, y 6.6 millones de dólares en el año 9. La participación de la empresa en las utilidades no distribuidas de Arnotts fue de 15.4 millones de dólares al 28 de julio del año 11 y 22.1 millones al 29 de julio del año 10.

170 19 Documentos por pagar y deuda a largo plazo

Los documentos por pagar consisten en lo siguiente:

	Año 11	Año 10
Pagarés a 8.25% con vencimiento en el año 11	***$ 24.7***	$191.8 100.3
Pagarés a 13.99% con vencimiento en el año 12	***182.0****	
Bancos	***23.6***	91.1
Otros	***51.9***	69.4
Cantidades reclasificadas como deuda a largo plazo		(250.3)
	$282.2	$202.3

**Valor presente de pagarés de cupón cero por 200.0 millones de dólares, neto después de deducir un descuento no amortizado de 18.0 millones de dólares.*

Al 29 de julio del año 10, 150 millones de dólares en papel comercial en circulación y 100.3 millones de dólares en pagaré con vencimiento actual fueron reclasificados como deuda a largo plazo y se refinanciaron en el año 11.

La información sobre los documentos por pagar es la siguiente:

171	Año 11	Año 10	Año 9
Cantidad máxima pagadera al final de cualquier periodo contable mensual durante el año	***$603.3***	$518.7	$347.1
Cantidad promedio aproximada por pagar durante el año	***$332.5***	$429.7	$273.5
Promedio ponderado de tasas de interés a final de año	***10.1%***	10.7%	12.1%
Promedio ponderado aproximado de tasas de interés durante el año	***9.8%***	10.8%	10.6%

La cantidad de líneas de crédito sin usar al 28 de julio del año 11 se aproxima a 635 millones de dólares. Las líneas de crédito son incondicionales y generalmente cubren préstamos por un periodo de un año a tasas de interés comerciales preferentes.

La deuda a largo plazo consiste en lo siguiente:

172 Vencimientos en el ejercicio fiscal	**Año 11**	Año 10
Pagarés a 13.99% con vencimiento en el año 12	**$**	$159.7***
Pagarés a 9.125% con vencimiento en el año 14	***100.6***	100.9
Pagarés a 10.5% con vencimiento en el año 16*	***100.0***	100.0
Pagarés a 7.5% con vencimiento en el año 18*	***99.6***	99.5
Pagares a mediano plazo a 8.58%-8.75%	***99.8***	
con vencimiento en el año 21**	***100.0***	
Obligaciones a 8.875% con vencimiento en el año 41	***199.6***	
Otros pagarés con vencimiento entre los años 12 y 24 (interés 4.7%-14.4%)	***58.2***	82.5
Documentos por pagar, reclasificados		250.3
Obligaciones de arrendamiento de capital	***14.8***	12.9
	$772.6	$805.8

*Canjeable en el año 13.
**50 millones de dólares canjeables en el año 18.
***Valor presente de pagarés de cupón cero por 200.0 millones

173 Los pagos mínimos por arrendamiento a futuro, de conformidad con los contratos de arrendamiento de capital, ascienden a 28.0 millones de dólares y el valor presente de tales pagos, después de deducir el interés implícito de 6.5 millones de dólares, es de 21.5 millones de dólares, de los cuales 6.7 se incluyen en el pasivo circulante.

Los montos del principal de la deuda a largo plazo vencen como sigue: año 12, 227.7 millones de dólares (en pasivo circulante); año 13, 118.9 millones de dólares; año 14, 17.8 millones de dólares; año 15, 15.9 millones de dólares; año 16, 108.3 millones de dólares, y de ahí en adelante, 511.7 millones de dólares.

La empresa ha presentado una solicitud de registro de autorización permanente ante la Comisión de Bolsa y Valores (SEC) de Estados Unidos para emitir, de vez en cuando, hasta 300 millones de dólares en títulos de deuda, de los cuales 100 millones de dólares aún no se han emitido.

A continuación se presenta información sobre los instrumentos financieros:

Al 28 de julio del año 11, la empresa tenía un contrato *swap* de tasas de interés con instituciones financieras que tiene un monto principal teórico de 100 millones de dólares, con el fin de reducir el efecto de los cambios en las tasas de interés del papel comercial de tasa variable. Además, al 28 de julio del año 11, la empresa tenía dos contratos *swap* con instituciones financieras que cubrían tanto las tasas de interés como las divisas extranjeras. Estos contratos tienen un monto principal teórico total de 103 millones de dólares, y tienen el propósito de reducir el riesgo a tasas de interés más altas en el extranjero y cubrir las inversiones netas de la empresa en el Reino Unido y Australia. La empresa está expuesta a la pérdida de crédito en caso de incumplimiento de las otras partes que intervienen en los contratos *swap* de tasas de interés; sin embargo, la empresa no prevé incumplimiento alguno de las contrapartes.

Al 28 de julio del año 11, la empresa tenía contratos para comprar aproximadamente 109 millones de dólares en divisas extranjeras. Estos contratos se relacionan sobre todo con divisas europeas y tienen vencimientos hasta el año 12.

20 Pasivos acumulados

174 Cargos de desinversión y reestructuración	***$ 88.4***	$238.8
175 Otros	***320.3***	253.1
	$408.7	$491.9

21 Otros pasivos

	Año 11	Año 10
176 Impuesto sobre las utilidades diferido	***$258.5***	$235.1
177 Otros pasivos	***23.0***	28.5
178 Intereses minoritarios	***23.5***	56.3
	$305.0	$319.9

(millones de dólares)

179 **22 Capital de los accionistas**

La empresa ha autorizado 140 millones de acciones de capital con valor a la par de .15 dólares y 40 millones de acciones preferentes que pueden emitirse en una o más clases, con o sin valor a la par, según lo autorice el Consejo de administración. No se han emitido acciones preferentes.

Lo siguiente resume la actividad en opciones de compra de acciones, de conformidad con los planes de opción de compra de acciones para los empleados de la compañía:

(miles de acciones)	***Año 11***	Año 10	Año 9
Principio de año	***4 301.1***	3 767.9	3 257.0
Otorgadas según el plan de incentivos a largo plazo del año 4, a un precio promedio de 63.64 dólares en el año 11; 47.27 dólares en el año 10; 30.37 dólares en el año 9	***2 136.3***	1 196.0	1 495.5
Ejercidas al precio promedio de 29.82 dólares en el año 11; 24.78 dólares en el año 10; 20.65 dólares en el año 9, en la forma de:			
Derechos de revalorización de las acciones	***(14.9)***	(110.2)	(137.3)
Acciones	***(1,063.7)***	(367.2)	(615.1)
Terminadas	***(216.9)***	(185.4)	(232.2)
Final de año	***5 141.9***	4 301.1	3 767.9
Que pueden ejercerse al final de año	***2 897.0***	2 654.4	2 104.1
Acciones según la opción de precio por acción:			
Intervalo de los precios: Bajo	***$14.68***	$ 6.98	$ 6.98
Alto	***$83.31***	$57.61	$34.31
Promedio	***$46.73***	$33.63	$28.21

Además de las opciones otorgadas de conformidad con el plan de incentivos a largo plazo del año 4, 233 200 acciones de capital restringidas se otorgaron a ciertos empleados clave de la administración de la empresa en el año 11; 168 850 en el año 10 y 162 000 en el año 9.

Hay 4 229 111 acciones disponibles para otorgar de conformidad con el plan de incentivos a largo plazo.

Las utilidades netas por acción se basan en el promedio ponderado de acciones en circulación durante los periodos aplicables. La posible dilución a causa del ejercicio de las opciones de compra de acciones no es importante.

23 Estados de flujos de efectivo

		Año 11	Año 10	Año 9
180	Intereses pagados, neto, después de deducir montos capitalizados	***$101.3***	$116.3	$ 88.
181	Intereses recibidos	***$ 27.9***	$ 17.1	$ 35.
182	Impuesto sobre las utilidades pagado	***$199.3***	$152.8	$168.
183	Obligaciones de arrendamiento de capital incurridas	***$ 10.0***	$ 9.7	$ 18.

184 
24 Datos trimestrales (sin auditar)

	Año 11			
	Primero	***Segundo***	***Tercero***	***Cuarto***
Ventas netas	***$1 594.3***	***$1 770.9***	***$1 490.8***	***$1 348.1***
Costo de los productos vendidos	***1 082.7***	***1 152.6***	***981.6***	***878.6***
Utilidades netas	***105.1***	***135.3***	***76.4***	***84.7***
Por acción				
Utilidades netas	***.82***	***1.07***	***.60***	***.67***
Dividendos	***.25***	***.29***	***.29***	***.29***
Precio de mercado				
Alto	***54.00***	***60.38***	***87.13***	***84.88***
Bajo	***43.75***	***48.50***	***58.75***	***72.38***

	Año 10			
	Primero	***Segundo***	***Tercero***	***Cuarto***
Ventas netas	$1 523.5	$1 722.5	$1 519.6	$1 440.2
Costo de los productos vendidos	1 057.2	1 173.0	1 049.3	978.7
Utilidades (pérdidas) netas	83.0	105.2	54.6	(238.4)
Por acción				
Utilidades (pérdidas) netas	.64	.81	.42	(1.84)
Dividendos	.23	.25	.25	.25
Precio de mercado				
Alto	58.50	59.63	54.13	62.00
Bajo	42.13	42.50	45.00	50.13

El cuarto trimestre del año 10 incluye desinversiones, reestructuraciones y cargos inusuales por 301.6 millones de dólares después de impuestos o 2.33 dólares por acción.

Revisión de once años, consolidada

(millones de dólares, excepto las cantidades por acción)

Ejercicio fiscal	***Año 11***	Año 10[a]	Año 9[b]
185 **Resumen de operaciones**			
Ventas netas	***$6 204.1***	$6 205.8	$5 672.1
Utilidades antes de impuestos	***667.4***	179.4	106.5
Utilidades antes del efecto acumulativo del cambio contable	***401.5***	4.4	13.1
Utilidades netas	***401.5***	4.4	13.1
Porcentaje de las ventas	***6.5%***	.1%	.2%
Rendimiento del promedio del capital de los accionistas	***23.0%***	.3%	.7%
Posición financiera			
Capital de trabajo	***$ 240.5***	$ 367.4	$ 369.4
Activos de planta, neto	***1 790.4***	1 717.7	1 540.6
Total del activo	***4 149.0***	4 115.6	3 932.1
Deuda a largo plazo	***772.6***	805.8	629.2
Capital de los accionistas	***1 793.4***	1 691.8	1 778.3
Datos por acción			
Utilidades antes del efecto acumulativo del cambio contable	***$ 3.16***	$ .03	$ .10
Utilidades netas	***3.16***	.03	.10
Dividendos declarados	***1.12***	.98	.90
Capital de los accionistas	***14.12***	13.09	13.76
Otros estudios			
Sueldos, salarios, pensiones, etc.	***$1 401.0***	$1 422.5	$1 333.9
Gastos de capital	***371.1***	397.3	302.0
Número de accionistas (en millares)	***37.7***	43.0	43.7
Promedio ponderado de acciones en circulación	***127.0***	129.6	129.3

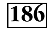
(a) El año 10 incluye cargos antes de impuestos por desinversión y reestructuración de 339.1 millones de dólares; 301.6 millones de dólares o 2.33 dólares por acción antes de impuestos.

(b) El año 9 incluye cargos antes de impuestos por reestructuración de 343.0 millones de dólares; 260.8 millones de dólares o 2.02 dólares por acción después de impuestos

(c) El año 8 incluye cargos antes de impuestos por reestructuración de 49.3 millones de dólares; 29.4 millones de dólares o 23 centavos de dólar por acción después de impuestos. El año 8 también incluye el efecto acumulativo del cambio en la contabilidad del impuesto sobre las utilidades de 32.5 millones de dólares o 25 centavos de dólar por acción.

(d) Incluye empleados participantes en el Plan de propiedad de acciones para los empleados, que finalizó en el año 7.

Año 8[c]	Año 7	Año 6	Año 5	Año 4	Año 3	Año 2	Año 1
$4 868.9	$4 490.4	$4 286.8	$3 916.6	$3 636.9	$3 292.4	$2 955.6	$2 797.7
388.6	417.9	387.2	333.7	332.4	306.0	276.9	244.4
241.6	247.3	223.2	197.8	191.2	165.0	149.6	129.7
274.1	247.3	223.2	197.8	191.2	165.0	149.6	129.7
5.6%	5.5%	5.2%	5.1%	5.3%	5.0%	5.1%	4.6%
15.1%	15.1%	15.3%	15.0%	15.9%	15.0%	14.6%	13.2%
$ 499.6	$ 744.1	$ 708.7	$ 579.4	$ 541.5	$ 478.9	$ 434.6	$ 368.2
1 508.9	1 349.0	1 168.1	1 027.5	970.9	889.1	815.4	755.1
3 609.6	3 097.4	2 762.8	2 437.5	2 210.1	1 991.5	1,865.5	1,722.9
525.8	380.2	362.3	297.1	283.0	267.5	236.2	150.6
1 895.0	1 736.1	1 538.9	1 382.5	1 259.9	1 149.4	1 055.8	1 000.5
$ 1.87	$ 1.90	$ 1.72	$ 1.53	$ 1.48	$ 1.28	$ 1.16	$ 1.00
2.12	1.90	1.72	1.53	1.48	1.28	1.16	1.00
.81	.71	.65	.61	.57	.54	.53	.51
14.69	13.35	11.86	10.69	9.76	8.92	8.19	7.72
$1 222.9	$1 137.3	$1 061.0	$ 950.1	$ 889.5	$ 755.1	$ 700.9	$ 680.9
261.9	328.0	251.3	212.9	183.1	154.1	147.6	135.4
43.0	41.0	50.9[d]	49.5(d)	49.4(d)	40.1	39.7	41.6
129.4	129.9	129.5	129.1	129.0	129.0	129.0	129.6



CAMPBELL SOUP COMPANY Y SUBSIDIARIAS CONSOLIDADAS
Inmuebles, planta y equipo al costo

(Millones de dólares)	Terrenos	Edificios	Maquinaria y equipo	Proyectos en proceso	Total
Saldo al 31 de julio del año 8	$53.2	$735.5	$1,624.4	$126.6	$2 539.7
Adiciones	2.8	47.6	216.4	35.2	302.0
Activos adquiridos*	4.8	13.6	22.6	—	41.0
Cancelaciones y ventas	(4.5)	(88.4)	(238.3)	—	(331.2)
Ajustes de conversión	(.5)	(2.5)	(5.9)	.4	(8.5)
Saldo al 30 de julio del año 9	55.8	705.8	1 619.2	162.2	2 543.0
Adiciones	3.2	69.2	219.6	105.3	397.3
Activos adquiridos*	3.8	14.1	6.8	—	24.7
Cancelaciones y ventas	(2.8)	(64.0)	(222.9)	(1.1)	(290.8)
Ajustes de conversión	3.8	21.4	34.9	.6	60.7
Saldo al 29 de julio del año 10	63.8	746.5	1 657.6	267.0	2 734.9
Adiciones	1.5	70.2	239.5	59.9	371.1
Activos adquiridos*	.5	3.3	.9	—	4.7
Cancelaciones y ventas	(7.5)	(49.3)	(99.9)	—	(156.7)
Variación en precio	(2.0)	(12.0)	(18.8)	.7	(32.1)
Saldo al 28 de julio del año 11	$56.3	$758.7	$1 779.3	$327.6	$2 921.9

*Véase "Adquisiciones" en las notas a los estados financieros consolidados.

CAMPBELL SOUP

Formulario 10-K

187

CAMPBELL SOUP COMPANY Y SUBSIDIARIAS CONSOLIDADAS
Depreciación acumulada y amortización de inmuebles, planta y equipo

(Millones de dólares)	Edificios	Maquinaria y equipo	Total
Saldo al 31 de julio del año 8	$285.4	$745.4	$1,030.8
Adiciones cargadas a ingresos	31.5	144.4	175.9
Cancelaciones y ventas	(57.8)	(143.5)	(201.3)
Ajustes de conversión	(.8)	(2.2)	(3.0)
Saldo al 30 de julio del año 9	258.3	744.1	1,002.4
Adiciones cargadas a ingresos	34.2	149.9	184.1
Cancelaciones y ventas	(32.5)	(154.7)	(187.2)
Ajustes de conversión	5.2	12.7	17.9
Saldo al 29 de julio del año 10	265.2	752.0	1,017.2
Adiciones cargadas a ingresos	35.3	159.2	194.5
Cancelaciones y ventas	(17.4)	(52.1)	(69.5)
Ajustes de conversión	(2.8)	(7.9)	(10.7)
Saldo al 28 de julio del año 11	$280.3	$851.2	$1,131.5

TABLAS DE INTERÉS

Tabla 1: Valor futuro de 1, $f = (1 + i)^n$

Periodos	2%	2½%	3%	4%	5%	6%	7%	8%	9%	10%
1	1.02000	1.02500	1.03000	1.04000	1.05000	1.06000	1.07000	1.08000	1.09000	1.10000
2	1.04040	1.05063	1.06090	1.08160	1.10250	1.12360	1.14490	1.16640	1.18810	1.21000
3	1.06121	1.07689	1.09273	1.12486	1.15763	1.19102	1.22504	1.25971	1.29503	1.33100
4	1.08243	1.10381	1.12551	1.16986	1.21551	1.26248	1.31080	1.36049	1.41158	1.46410
5	1.10408	1.13141	1.15927	1.21665	1.27628	1.33823	1.40255	1.46933	1.53862	1.61051
6	1.12616	1.15969	1.19405	1.26532	1.34010	1.41852	1.50073	1.58687	1.67710	1.77156
7	1.14869	1.18869	1.22987	1.31593	1.40710	1.50363	1.60578	1.71382	1.82804	1.94872
8	1.17166	1.21840	1.26677	1.36857	1.47746	1.59385	1.71819	1.85093	1.99256	2.14359
9	1.19509	1.24886	1.30477	1.42331	1.55133	1.68948	1.83846	1.99900	2.17189	2.35795
10	1.21899	1.28008	1.34392	1.48024	1.62889	1.79085	1.96715	2.15892	2.36736	2.59374
11	1.24337	1.31209	1.38423	1.53945	1.71034	1.89830	2.10485	2.33164	2.58043	2.85312
12	1.26824	1.34489	1.42576	1.60103	1.79586	2.01220	2.25219	2.51817	2.81266	3.13843
13	1.29361	1.37851	1.46853	1.66507	1.88565	2.13293	2.40985	2.71962	3.06580	3.45227
14	1.31948	1.41297	1.51259	1.73168	1.97993	2.26090	2.57853	2.93719	3.34173	3.79750
15	1.34587	1.44830	1.55797	1.80094	2.07893	2.39656	2.75903	3.17217	3.64248	4.17725
16	1.37279	1.48451	1.60471	1.87298	2.18287	2.54035	2.95216	3.42594	3.97031	4.59497
17	1.40024	1.52162	1.65285	1.94790	2.29202	2.69277	3.15882	3.70002	4.32763	5.05447
18	1.42825	1.55966	1.70243	2.02582	2.40662	2.85434	3.37993	3.99602	4.71712	5.55992
19	1.45681	1.59865	1.75351	2.10685	2.52695	3.02560	3.61653	4.31570	5.14166	6.11591
20	1.48595	1.63862	1.80611	2.19112	2.65330	3.20714	3.86968	4.66096	5.60441	6.72750
21	1.51567	1.67958	1.86029	2.27877	2.78596	3.39956	4.14056	5.03383	6.10881	7.40025
22	1.54598	1.72157	1.91610	2.36992	2.92526	3.60354	4.43040	5.43654	6.65860	8.14027
23	1.57690	1.76461	1.97359	2.46472	3.07152	3.81975	4.74053	5.87146	7.25787	8.95430
24	1.60844	1.80873	2.03279	2.56330	3.22510	4.04893	5.07237	6.34118	7.91108	9.84973
25	1.64061	1.85394	2.09378	2.66584	3.38635	4.29187	5.42743	6.84848	8.62308	10.83471

Periodos	11%	12%	14%	15%	16%	18%	20%	22%	24%	25%
1	1.11000	1.12000	1.14000	1.15000	1.16000	1.18000	1.20000	1.22000	1.24000	1.25000
2	1.23210	1.25440	1.29960	1.32250	1.34560	1.39240	1.44000	1.48840	1.53760	1.56250
3	1.36763	1.40493	1.48154	1.52088	1.56090	1.64303	1.72800	1.81585	1.90662	1.95313
4	1.51807	1.57352	1.68896	1.74901	1.81064	1.93878	2.07360	2.21533	2.36421	2.44141
5	1.68506	1.76234	1.92541	2.01136	2.10034	2.28776	2.48832	2.70271	2.93163	3.05176
6	1.87041	1.97382	2.19497	2.31306	2.43640	2.69955	2.98598	3.29730	3.63522	3.81470
7	2.07616	2.21068	2.50227	2.66002	2.82622	3.18547	3.58318	4.02271	4.50767	4.76837
8	2.30454	2.47596	2.85259	3.05902	3.27841	3.75886	4.29982	4.90771	5.58951	5.96046
9	2.55804	2.77308	3.25195	3.51788	3.80296	4.43545	5.15978	5.98740	6.93099	7.45058
10	2.83942	3.10585	3.70722	4.04556	4.41144	5.23384	6.19174	7.30463	8.59443	9.31323
11	3.15176	3.47855	4.22623	4.65239	5.11726	6.17593	7.43008	8.91165	10.65709	11.64153
12	3.49845	3.89598	4.81790	5.35025	5.93603	7.28759	8.91610	10.87221	13.21479	14.55192
13	3.88328	4.36349	5.49241	6.15279	6.88579	8.59936	10.69932	13.26410	16.38634	18.18989
14	4.31044	4.88711	6.26135	7.07571	7.98752	10.14724	12.83918	16.18220	20.31906	22.73737
15	4.78459	5.47357	7.13794	8.13706	9.26552	11.97375	15.40702	19.74229	25.19563	28.42171
16	5.31089	6.13039	8.13725	9.35762	10.74800	14.12902	18.48843	24.08559	31.24259	35.52714
17	5.89509	6.86604	9.27646	10.76126	12.46768	16.67225	22.18611	29.38442	38.74081	44.40892
18	6.54355	7.68997	10.57517	12.37545	14.46251	19.67325	26.62333	35.84899	48.03860	55.51115
19	7.26334	8.61276	12.05569	14.23177	16.77652	23.21444	31.94800	43.73577	59.56786	69.38894
20	8.06231	9.64629	13.74349	16.36654	19.46076	27.39303	38.33760	53.35764	73.86415	86.73617
21	8.94917	10.80385	15.66758	18.82152	22.57448	32.32378	46.00512	65.09632	91.59155	108.42022
22	9.93357	12.10031	17.86104	21.64475	26.18640	38.14206	55.20614	79.41751	113.57352	135.52527
23	11.02627	13.55235	20.36158	24.89146	30.37622	45.00763	66.24737	96.88936	140.83116	169.40659
24	12.23916	15.17863	23.21221	28.62518	35.23642	53.10901	79.49685	118.20502	174.63064	211.75824
25	13.58546	17.00006	26.46192	32.91895	40.87424	62.66863	95.39622	144.21013	216.54199	264.69780

Tabla 2: Valor presente de 1, $p = \frac{1}{(1+i)}^n$

Periodos	2%	2½%	3%	4%	5%	6%	7%	8%	9%	10%
1	.98039	.97561	.97087	.96154	.95238	.94340	.93458	.92593	.91743	.90909
2	.96177	.95181	.94260	.92456	.90703	.89000	.87344	.85734	.84168	.82645
3	.94232	.92860	.91514	.88900	.86384	.83962	.81630	.79383	.77218	.75131
4	.92385	.90595	.88849	.85480	.82270	.79209	.76290	.73503	.70843	.68301
5	.90573	.88385	.86261	.82193	.78353	.74726	.71299	.68058	.64993	.62092
6	.88797	.86230	.83748	.79031	.74622	.70496	.66634	.63017	.59627	.56447
7	.87056	.84127	.81309	.75992	.71068	.66506	.62275	.58349	.54703	.51316
8	.85349	.82075	.78941	.73069	.67684	.62741	.58201	.54027	.50187	.46651
9	.83676	.80073	.76642	.70259	.64461	.59190	.54393	.50025	.46043	.42410
10	.82035	.78120	.74409	.67556	.61391	.55839	.50835	.46319	.42241	.38554
11	.80426	.76214	.72242	.64958	.58468	.52679	.47509	.42888	.38753	.35049
12	.78849	.74356	.70138	.62460	.55684	.49697	.44401	.39711	.35553	.31863
13	.77303	.72542	.68095	.60057	.53032	.46884	.41496	.36770	.32618	.28966
14	.75788	.70773	.66112	.57748	.50507	.44230	.38782	.34046	.29925	.26333
15	.74301	.69047	.64186	.55526	.48102	.41727	.36245	.31524	.27454	.23939
16	.72845	.67362	.62317	.53391	.45811	.39365	.33873	.29189	.25187	.21763
17	.71416	.65720	.60502	.51337	.43630	.37136	.31657	.27027	.23107	.19784
18	.70016	.64117	.58739	.49363	.41552	.35034	.29586	.25025	.21199	.17986
19	.68643	.62553	.57029	.47464	.39573	.33051	.27651	.23171	.19449	.16351
20	.67297	.61027	.55368	.45639	.37689	.31180	.25842	.21455	.17843	.14864
21	.65978	.59539	.53755	.43883	.35894	.29416	.24151	.19866	.16370	.13513
22	.64684	.58086	.52189	.42196	.34185	.27751	.22571	.18394	.15018	.12285
23	.63416	.56670	.50669	.40573	.32557	.26180	.21095	.17032	.13778	.11168
24	.62172	.55288	.49193	.39012	.31007	.24698	.19715	.15770	.12640	.10153
25	.60953	.53939	.47761	.37512	.29530	.23300	.18425	.14602	.11597	.09230

Periodos	11%	12%	14%	15%	16%	18%	20%	22%	24%	25%
1	.90090	.89286	.87719	.86957	.86207	.84746	.83333	.81967	.80645	.80000
2	.81162	.79719	.76947	.75614	.74316	.71818	.69444	.67186	.65036	.64000
3	.73119	.71178	.67497	.65752	.64066	.60863	.57870	.55071	.52449	.51200
4	.65873	.63552	.59208	.57175	.55229	.51579	.48225	.45140	.42297	.40960
5	.59345	.56743	.51937	.49718	.47611	.43711	.40188	.37000	.34111	.32768
6	.53464	.50663	.45559	.43233	.41044	.37043	.33490	.30328	.27509	.26214
7	.48166	.45235	.39964	.37594	.35383	.31393	.27908	.24859	.22184	.20972
8	.43393	.40388	.35056	.32690	.30503	.26604	.23257	.20376	.17891	.16777
9	.39092	.36061	.30751	.28426	.26295	.22546	.19381	.16702	.14428	.13422
10	.35218	.32197	.26974	.24718	.22668	.19106	.16151	.13690	.11635	.10737
11	.31728	.28748	.23662	.21494	.19542	.16192	.13459	.11221	.09383	.08590
12	.28584	.25668	.20756	.18691	.16846	.13722	.11216	.09198	.07567	.06872
13	.25751	.22917	.18207	.16253	.14523	.11629	.09346	.07539	.06103	.05498
14	.23199	.20462	.15971	.14133	.12520	.09855	.07789	.06180	.04921	.04398
15	.20900	.18270	.14010	.12289	.10793	.08352	.06491	.05065	.03969	.03518
16	.18829	.16312	.12289	.10686	.09304	.07078	.05409	.04152	.03201	.02815
17	.16963	.14564	.10780	.09293	.08021	.05998	.04507	.03403	.02581	.02252
18	.15282	.13004	.09456	.08081	.06914	.05083	.03756	.02789	.02082	.01801
19	.13768	.11611	.08295	.07027	.05961	.04308	.03130	.02286	.01679	.01441
20	.12403	.10367	.07276	.06110	.05139	.03651	.02608	.01874	.01354	.01153
21	.11174	.09256	.06383	.05313	.04430	.03094	.02174	.01536	.01092	.00922
22	.10067	.08264	.05599	.04620	.03819	.02622	.01811	.01259	.00880	.00738
23	.09069	.07379	.04911	.04017	.03292	.02222	.01509	.01032	.00710	.00590
24	.08170	.06588	.04308	.03493	.02838	.01883	.01258	.00846	.00573	.00472
25	.07361	.05882	.03779	.03038	.02447	.01596	.01048	.00693	.00462	.00378

Tabla 3: Valor de una anualidad considerada de n pagos de 1 cada uno, $F_0 = \dfrac{(1 + i)^n - 1}{i}$

Periodos (n)	2%	2½%	3%	4%	5%	6%	7%	8%	9%	10%
1	1.00000	1.00000	1.00000	1.00000	1.00000	1.00000	1.00000	1.00000	1.00000	1.00000
2	2.02000	2.02500	2.03000	2.04000	2.05000	2.06000	2.07000	2.08000	2.09000	2.10000
3	3.06040	3.07563	3.09090	3.12160	3.15250	3.18360	3.21490	3.24640	3.27810	3.31000
4	4.12161	4.15252	4.18363	4.24646	4.31013	4.37462	4.43994	4.50611	4.57313	4.64100
5	5.20404	5.25633	5.30914	5.41632	5.52563	5.63709	5.75074	5.86660	5.98471	6.10510
6	6.30812	6.38774	6.46841	6.63298	6.80191	6.97532	7.15329	7.33593	7.52333	7.71561
7	7.43428	7.54753	7.66246	7.89829	8.14201	8.39384	8.65402	8.92280	9.20043	9.48717
8	8.58297	8.73612	8.89234	9.21423	9.54911	9.89747	10.25980	10.63663	11.02847	11.43589
9	9.75463	9.95452	10.15911	10.58280	11.02656	11.49132	11.97799	12.48756	13.02104	13.57948
10	10.94972	11.20338	11.46388	12.00611	12.57789	13.18079	13.81645	14.48656	15.19293	15.93742
11	12.16872	12.48347	12.80780	13.48635	14.20679	14.97164	15.78360	16.64549	17.56029	18.53117
12	13.41209	13.79555	14.19203	15.02581	15.91713	16.86994	17.88845	18.97713	20.14072	21.38428
13	14.68033	15.14044	15.61779	16.62684	17.71298	18.88214	20.14064	21.49530	22.95338	24.52271
14	15.97394	16.51895	17.08632	18.29191	19.59863	21.01507	22.55049	24.21492	26.01919	27.97498
15	17.29342	17.93193	18.59891	20.02359	21.57856	23.27597	25.12902	27.15211	29.36092	31.77248
16	18.63929	19.38022	20.15688	21.82453	23.65749	25.67253	27.88805	30.32428	33.00340	35.94973
17	20.01207	20.86473	21.76159	23.69751	25.84037	28.21288	30.84022	33.75023	36.97370	40.54470
18	21.41231	22.38635	23.41444	25.64541	28.13238	30.90565	33.99903	37.45024	41.30134	45.59917
19	22.84056	23.94601	25.11687	27.67123	30.53900	33.75999	37.37896	41.44626	46.01846	51.15909
20	24.29737	25.54466	26.87037	29.77808	33.06595	36.78559	40.99549	45.76196	51.16012	57.27500
21	25.78332	27.18327	28.67649	31.96920	35.71925	39.99273	44.86518	50.42292	56.76453	64.00250
22	27.29898	28.86286	30.53678	34.24797	38.50521	43.39229	49.00574	55.45676	62.87334	71.40275
23	28.84496	30.58443	32.45288	36.61789	41.43048	46.99583	53.43614	60.89330	69.53194	79.54302
24	30.42186	32.34904	34.42647	39.08260	44.50200	50.81558	58.17667	66.76476	76.78981	88.49733
25	32.03030	34.15776	36.45926	41.64591	47.72710	54.86451	63.24904	73.10594	84.70090	98.34706

Periodos (n)	11%	12%	14%	15%	16%	18%	20%	22%	24%	25%
1	1.00000	1.00000	1.00000	1.00000	1.00000	1.00000	1.00000	1.00000	1.00000	1.00000
2	2.11000	2.12000	2.14000	2.15000	2.16000	2.18000	2.20000	2.22000	2.24000	2.25000
3	3.34210	3.37440	3.43960	3.47250	3.50560	3.57240	3.64000	3.70840	3.77760	3.81250
4	4.70973	4.77933	4.92114	4.99338	5.06650	5.21543	5.36800	5.52425	5.68422	5.76563
5	6.22780	6.35285	6.61010	6.74238	6.87714	7.15421	7.44160	7.73958	8.04844	8.20703
6	7.91286	8.11519	8.53552	8.75374	8.97748	9.44197	9.92992	10.44229	10.98006	11.25879
7	9.78327	10.08901	10.73049	11.06680	11.41387	12.14152	12.91590	13.73959	14.61528	15.07349
8	11.85943	12.29969	13.23276	13.72682	14.24009	15.32700	16.49908	17.76231	19.12294	19.84186
9	14.16397	14.77566	16.08535	16.78584	17.51851	19.08585	20.79890	22.67001	24.71245	25.80232
10	16.72201	17.54874	19.33730	20.30372	21.32147	23.52131	25.95868	28.65742	31.64344	33.25290
11	19.56143	20.65458	23.04452	24.34928	25.73290	28.75514	32.15042	35.96205	40.23787	42.56613
12	22.71319	24.13313	27.27075	29.00167	30.85017	34.93107	39.58050	44.87370	50.89495	54.20766
13	26.21164	28.02911	32.08865	34.35192	36.78620	42.21866	48.49660	55.74591	64.10974	68.75958
14	30.09492	32.39260	37.58107	40.50471	43.67199	50.81802	59.19592	69.01001	80.49608	86.94947
15	34.40536	37.27971	43.84241	47.58041	51.65951	60.96527	72.03511	85.19221	100.81514	109.68684
16	39.18995	42.75328	50.98035	55.71747	60.92503	72.93901	87.44213	104.93450	126.01077	138.10855
17	44.50084	48.88367	59.11760	65.07509	71.67303	87.06804	105.93056	129.02009	157.25336	173.63568
18	50.39594	55.74971	68.39407	75.83636	84.14072	103.74028	128.11667	158.40451	195.99416	218.04460
19	56.93949	63.43968	78.96923	88.21181	98.60323	123.41353	154.74000	194.25350	244.03276	273.55576
20	64.20283	72.05244	91.02493	102.44358	115.37975	146.62797	186.68800	237.98927	303.60062	342.94470
21	72.26514	81.69874	104.76842	118.81012	134.84051	174.02100	225.02560	291.34691	377.46477	429.68087
22	81.21431	92.50258	120.43600	137.63164	157.41499	206.34479	271.03072	356.44323	469.05632	538.10109
23	91.14788	104.60289	138.29704	159.27638	183.60138	244.48685	326.23686	435.86075	582.62984	673.62636
24	102.17415	118.15524	158.65862	184.16784	213.97761	289.49448	392.48424	532.75011	723.46100	843.03295
25	114.41331	133.33387	181.87083	212.79302	249.21402	342.60349	471.98108	650.95513	898.09164	1054.79118

Tabla 4: Valor presente de una anualidad ordinaria de *n* pagos de 1 cada uno,

$$P_0 = \frac{1 - \frac{1}{(1+i)^n}}{i}$$

Periodos (*n*)	2%	2½%	3%	4%	5%	6%	7%	8%	9%	10%
1	.98039	.97561	.97087	.96154	.95238	.94340	.93458	.92593	.91743	.90909
2	1.94156	1.92742	1.91347	1.88609	1.85941	1.83339	1.80802	1.78326	1.75911	1.73554
3	2.88388	2.85602	2.82861	2.77509	2.72325	2.67301	2.62432	2.57710	2.53129	2.48685
4	3.80773	3.76197	3.71710	3.62990	3.54595	3.46511	3.38721	3.31213	3.23972	3.16987
5	4.71346	4.64583	4.57971	4.45182	4.32948	4.21236	4.10020	3.99271	3.88965	3.79079
6	5.60143	5.50813	5.41719	5.24214	5.07569	4.91732	4.76654	4.62288	4.48592	4.35526
7	6.47199	6.34939	6.23028	6.00205	5.78637	5.58238	5.38929	5.20637	5.03295	4.86842
8	7.32548	7.17014	7.01969	6.73274	6.46321	6.20979	5.97130	5.74664	5.53482	5.33493
9	8.16224	7.97087	7.78611	7.43533	7.10782	6.80169	6.51523	6.24689	5.99525	5.75902
10	8.98259	8.75206	8.53020	8.11090	7.72173	7.36009	7.02358	6.71008	6.41766	6.14457
11	9.78685	9.51421	9.25262	8.76048	8.30641	7.88687	7.49867	7.13896	6.80519	6.49506
12	10.57534	10.25776	9.95400	9.38507	8.86325	8.38384	7.94269	7.53608	7.16073	6.81369
13	11.34837	10.98318	10.63496	9.98565	9.39357	8.85268	8.35765	7.90378	7.48690	7.10336
14	12.10625	11.69091	11.29607	10.56312	9.89864	9.29498	8.74547	8.24424	7.78615	7.36669
15	12.84926	12.38138	11.93794	11.11839	10.37966	9.71225	9.10791	8.55948	8.06069	7.60608
16	13.57771	13.05500	12.56110	11.65230	10.83777	10.10590	9.44665	8.85137	8.31256	7.82371
17	14.29187	13.71220	13.16612	12.16567	11.27407	10.47726	9.76322	9.12164	8.54363	8.01255
18	14.99203	14.35336	13.75351	12.65930	11.68959	10.82760	10.05909	9.37189	8.75563	8.20141
19	15.67846	14.97889	14.32380	13.13394	12.08532	11.15812	10.33560	9.60360	8.95011	8.36492
20	16.35143	15.58916	14.87747	13.59033	12.46221	11.46992	10.59401	9.81815	9.12855	8.51356
21	17.01121	16.18455	15.41502	14.02916	12.82115	11.76408	10.83553	10.01680	9.29224	8.64869
22	17.65805	16.76541	15.93692	14.45112	13.16300	12.04158	11.06124	10.20074	9.44243	8.77154
23	18.29220	17.33211	16.44361	14.85684	13.48857	12.30338	11.27219	10.37106	9.58021	8.88322
24	18.91393	17.88499	16.93554	15.24696	13.79864	12.55036	11.46933	10.52876	9.70661	8.98474
25	19.52346	18.42438	17.41315	15.62208	14.09394	12.78336	11.65358	10.67478	9.82258	9.07704

Periodos (*n*)	11%	12%	14%	15%	16%	18%	20%	22%	24%	25%
24	18.91393	17.88499	16.93554	15.24696	13.79864	12.55036	11.46933	10.52876	9.70661	8.98474
1	.90090	.89286	.87719	.86957	.86207	.84746	.83333	.81967	.80645	.80000
2	1.71252	1.69005	1.64666	1.62571	1.60523	1.56564	1.52778	1.49153	1.45682	1.44000
3	2.44371	2.40183	2.32163	2.28323	2.24589	2.17427	2.10648	2.04224	1.98130	1.95200
4	3.10245	3.03735	2.91371	2.85498	2.79818	2.69006	2.58873	2.49364	2.40428	2.36160
5	3.69590	3.60478	3.43308	3.35216	3.27429	3.12717	2.99061	2.86364	2.74538	2.68928
6	4.23054	4.11141	3.88867	3.78448	3.68474	3.49760	3.32551	3.16692	3.02047	2.95142
7	4.71220	4.56376	4.28830	4.16042	4.03857	3.81153	3.60459	3.41551	3.24232	3.16114
8	5.14612	4.96764	4.63886	4.48732	4.34359	4.07757	3.83716	3.61927	3.42122	3.32891
9	5.53705	5.32825	4.94647	4.77158	4.60654	4.30302	4.03097	3.78628	3.56550	3.46313
10	5.88923	5.65022	5.21612	5.01877	4.83323	4.49409	4.19247	3.92318	3.68186	3.57050
11	6.20652	5.93770	5.45273	5.23371	5.02864	4.65601	4.32706	4.03540	3.77569	3.65640
12	6.49236	6.19437	5.66029	5.42062	5.19711	4.79322	4.43922	4.12737	3.85136	3.72512
13	6.74987	6.42355	5.84236	5.58315	5.34233	4.90951	4.53268	4.20277	3.91239	3.78010
14	6.98187	6.62817	6.00207	5.72448	5.46753	5.00806	4.61057	4.26456	3.96160	3.82408
15	7.19087	6.81086	6.14217	5.84737	5.57546	5.09158	4.67547	4.31522	4.00129	3.85926
16	7.37916	6.97399	6.26506	5.95423	5.66850	5.16235	4.72956	4.35673	4.03330	3.88741
17	7.54879	7.11963	6.37286	6.04716	5.74870	5.22233	4.77463	4.39077	4.05911	3.90993
18	7.70162	7.24967	6.46742	6.12797	5.81785	5.27316	4.81219	4.41866	4.07993	3.92794
19	7.83929	7.36578	6.55037	6.19823	5.87746	5.31624	4.84350	4.44152	4.09672	3.94235
20	7.96333	7.46944	6.62313	6.25933	5.92884	5.35275	4.86958	4.46027	4.11026	3.95388
21	8.07507	7.56200	6.68696	6.31246	5.97314	5.38368	4.89132	4.47563	4.12117	3.96311
22	8.17574	7.64465	6.74294	6.35866	6.01133	5.40990	4.90943	4.48822	4.12998	3.97049
23	8.26643	7.71843	6.79206	6.39884	6.04425	5.43212	4.92453	4.49854	4.13708	3.97639
24	8.34814	7.78432	6.83514	6.43377	6.07263	5.45095	4.93710	4.50700	4.14281	3.98111
25	8.42174	7.84314	6.87293	6.46415	6.09709	5.46691	4.94759	4.51393	4.14742	3.98489

ÍNDICE

D

E

F

G

R

U

V

W

X

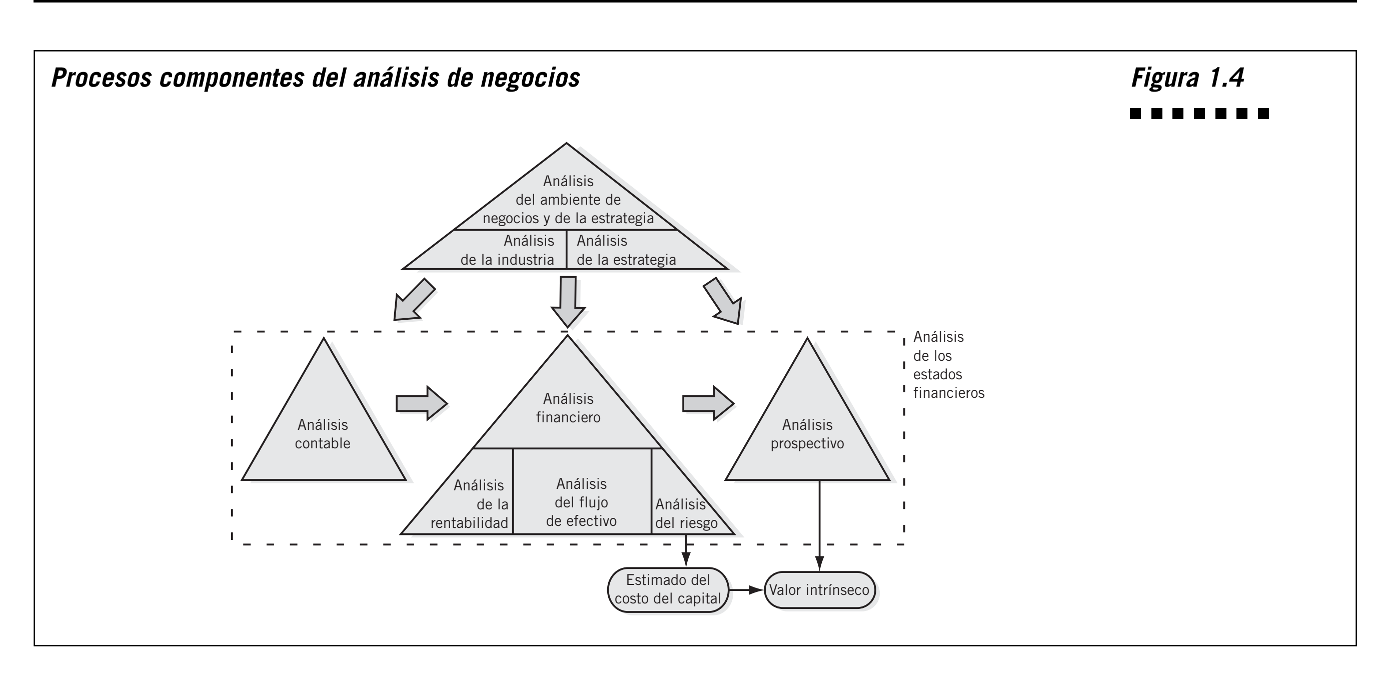
Y

Z

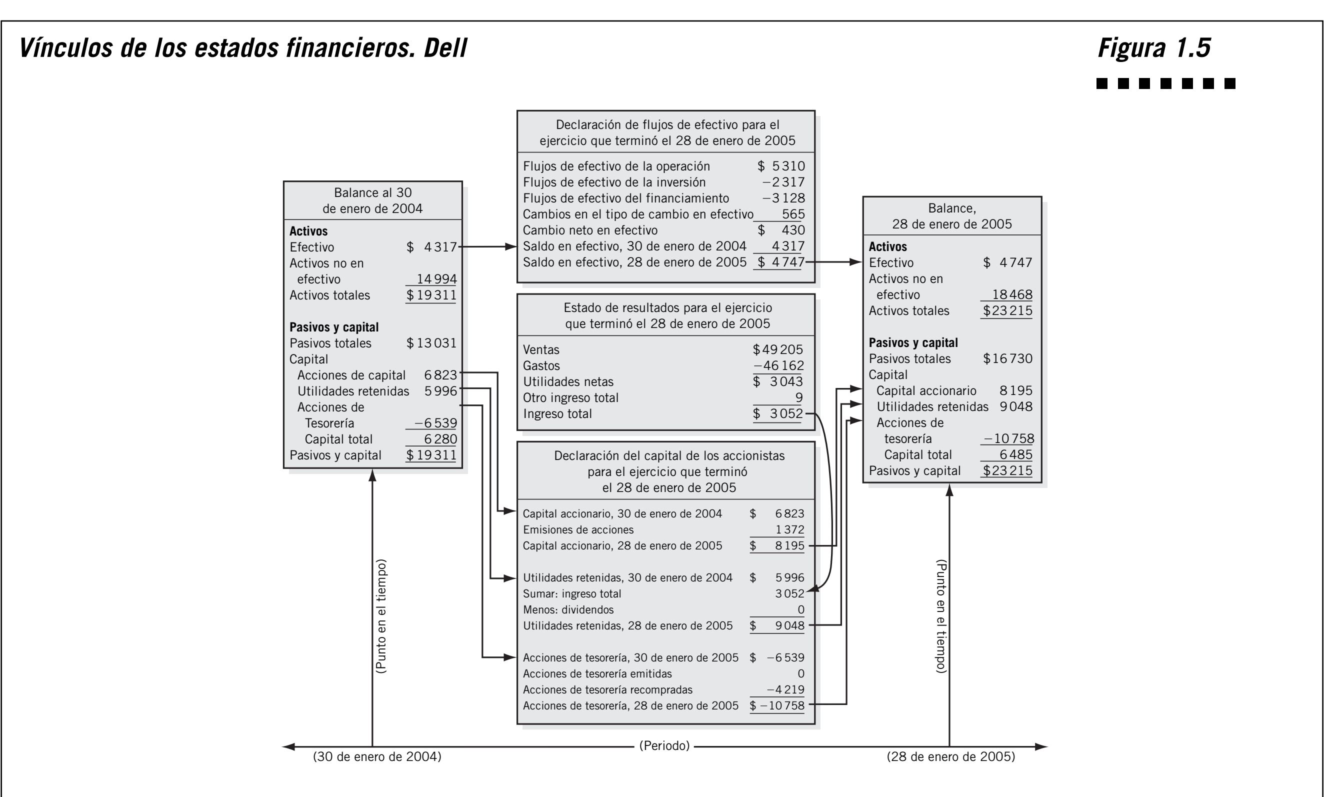
REPASO RÁPIDO

CAPÍTULO 1

Procesos componentes del análisis de negocios — ***Figura 1.4***



Vínculos de los estados financieros. Dell — ***Figura 1.5***



Categorías de herramientas para el análisis de razones

1. **Análisis (de riesgo) crediticio**
   a) **Liquidez.** Para evaluar la capacidad de cumplir obligaciones a corto plazo.
   b) **Estructura del capital y solvencia.** Para evaluar la capacidad de cumplir obligaciones a largo plazo.
2. **Análisis de rentabilidad**
   a) **Rendimiento de la inversión.** Para evaluar las recompensas financieras de los proveedores de financiamiento de capital y deuda.
   b) **Desempeño de la operación.** Para evaluar los márgenes de utilidad de las actividades de operación.
   c) **Utilización de activos.** Para evaluar la eficacia e intensidad de los activos en la generación de ventas, también llamada *rotación.*
3. **Valuación**
   a. Para calcular el valor intrínseco de (acciones) una compañía.

Modelos de valuación

Modelo de valuación de bonos

$$B_t = \frac{I_{t+1}}{(1+r)^1} + \frac{I_{t+2}}{(1+r)^2} + \frac{I_{t+3}}{(1+r)^3} + \cdots + \frac{I_{t+n}}{(1+r)^n} + \frac{F}{(1+r)^n}$$

donde B_t es el valor de un bono en el momento t, I_{t+n} es el pago de intereses en el periodo $t + n$, F es el pago del principal (generalmente, el valor nominal de la deuda), y r es la tasa de interés..

Modelo de valuación de descuento de dividendos

$$V_t = \frac{E(D_{t+1})}{(1+k)^1} + \frac{E(D_{t+2})}{(1+k)^2} + \frac{E(D_{t+3})}{(1+k)^3} + \cdots$$

donde D_{t+n} es el dividendo en el periodo $t + n$, y k es el costo del capital.

Modelo de valuación de flujo libre de efectivo a capital

$$V_t = \frac{E(FCFE_{t+1})}{(1+k)^1} + \frac{E(FCFE_{t+2})}{(1+k)^2} + \frac{E(FCFE_{t+3})}{(1+k)^3} + \cdots$$

donde $FCFE_{t+n}$ es el flujo libre de efectivo a capital en el periodo $t + n$, y k es el costo del capital.

Modelo de valuación del ingreso residual

$$V_t = BV_t + \frac{E(RI_{t+1})}{(1+k)^1} + \frac{E(RI_{t+2})}{(1+k)^2} + \frac{E(RI_{t+3})}{(1+k)^3} + \cdots$$

donde BV_t es el valor en libros al final del periodo t, RI_{t+n} es el ingreso residual en el periodo $t + n$, y k es el costo del capital. El **ingreso residual** en el momento t se define como Utilidad neta combinado menos un cargo en el valor inicial en libros, esto es, $RI_t = NI_t - (k \times BV_{t-1})$.

CAPÍTULO 2

Presentaciones básicas ante la SEC **Figura 2.1**

Figura 2.1 ***Presentaciones básicas ante la SEC***

Título	Descripción	Contenido importante desde la perspectiva del análisis
Forma 10-K	Informe anual	Estados financieros auditados anuales y examen y análisis de la administración.
Forma 10-Q	Informe trimestral	Estados financieros auditados trimestrales y examen y análisis de la administración
Forma 20-F	Declaración del registro o informe anual de emisores extranjeros	Conciliación entre informes que utilizan GAAP no estadounidenses e informes que utilizan GAAP estadounidenses.
Forma 8-K	Informe actual	Informe presentado en el transcurso de 15 días después de los siguientes acontecimientos: 1) cambio en el control administrativo; 2) adquisición o disposición de activos importantes; 3) quiebra o liquidación judicial; 4) cambio de auditor; 5) renuncia del director.
Regulación 14-A	Exposición que acompaña a una solicitud de poder	Detalles del consejo de administración, propiedad administrativa, remuneración de la administración, y opciones sobre acciones de los empleados.
	Prospectos	Estados financieros auditados, información acerca de un proyecto propuesto o de una emisión de acciones.

Principios de contabilidad generalmente aceptados (GAAP)

Los GAAP son un conjunto de normas, pronunciamientos, opiniones, interpretaciones y lineamientos de práctica; incluyen:

- *Declaraciones de normas de contabilidad financiera (SFAS).*
- *Opiniones de APB.*
- *Accounting Research Bulletins (ARB).*
- *Pronunciamientos de AICPA.*
- *Boletines de EITF.*
- Prácticas de la industria.

Cualidades deseables de la información contable

- **Relevancia:** la capacidad de la información de afectar una decisión.
- **Fiabilidad:** verificable, representativa, veraz y neutral.

Limitaciones de la información de los estados financieros

- **Oportunidad en tiempo.** La mayor frecuencia con que se preparan los estados financieros es trimestral y, por lo general, se dan a conocer de tres a seis semanas después del final del trimestre. En contraste, los analistas actualizan sus pronósticos y recomendaciones prácticamente en tiempo real: en cuanto disponen de la información sobre la compañía. Otras fuentes de información, como las noticias económicas, industriales, o empresariales, también pueden conseguirse con mucha facilidad en muchas formas, entre otras, a través de Internet.
- **Frecuencia.** La frecuencia está estrechamente relacionada con la oportunidad. Los estados financieros se preparan periódicamente, por lo general, cada trimestre. Sin embargo, otras fuentes de información, entre ellas, los informes de los analistas, se dan a conocer al mercado cada vez que los acontecimientos en la empresa exigen su revisión.

- **Con miras a futuro.** Las fuentes alternativas de información, en especial los informes y pronósticos de los analistas, usan mucha información con miras a futuro. Los estados financieros contienen pronósticos limitados. Además, la contabilidad que se basa en los costos históricos (y el conservadurismo) generalmente resulta en *retrasos de reconocimiento,* donde ciertas actividades de la empresa se registran con retraso.

Contabilidad base acumulativa

- Principio de reconocimiento de los ingresos: reconocer los ingresos cuando "se ganan".
- Correspondencia de los gastos: reconocer los gastos cuando "se incurre en ellos" (en correspondencia con los ingresos).
- **Utilidad neta = Flujo de efectivo de operación + Acumulaciones**

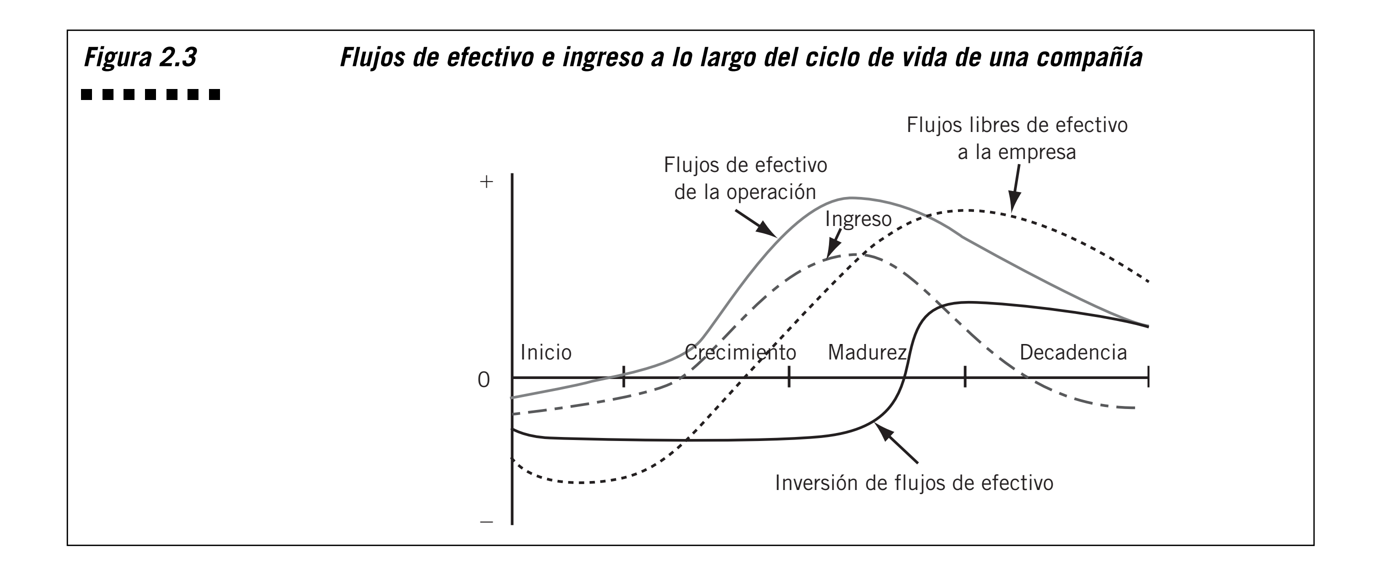


Figura 2.3 ***Flujos de efectivo e ingreso a lo largo del ciclo de vida de una compañía***

Acumulaciones y flujos de efectivo: Mitos

- Mito: *Puesto que el valor de una compañía depende de los flujos de efectivo futuros, sólo los flujos de efectivo actuales son relevantes para la valuación.*
- Mito: *Todos los flujos de efectivo son relevantes para el valor.*
- Mito: *Todos los ajustes contables basados en las acumulaciones son no relevantes para el valor.*
- Mito: *Los flujos de efectivo no pueden manipularse.*
- Mito: *Todos los ingresos se manipulan.*
- Mito: *Es imposible administrar continuamente los ingresos hacia arriba a largo plazo.*

Acumulaciones y flujos de efectivo: Verdades

- Verdad: *La contabilidad basada en las acumulaciones (ingresos) es más relevante que el flujo de efectivo.*
- Verdad: *Los flujos de efectivo son más confiables que las acumulaciones.*
- Verdad: *Las cifras de la contabilidad basada en acumulaciones están sujetas a distorsiones contables.*
- Verdad: *El valor de una compañía puede determinarse usando cifras de la contabilidad basada en acumulaciones.*

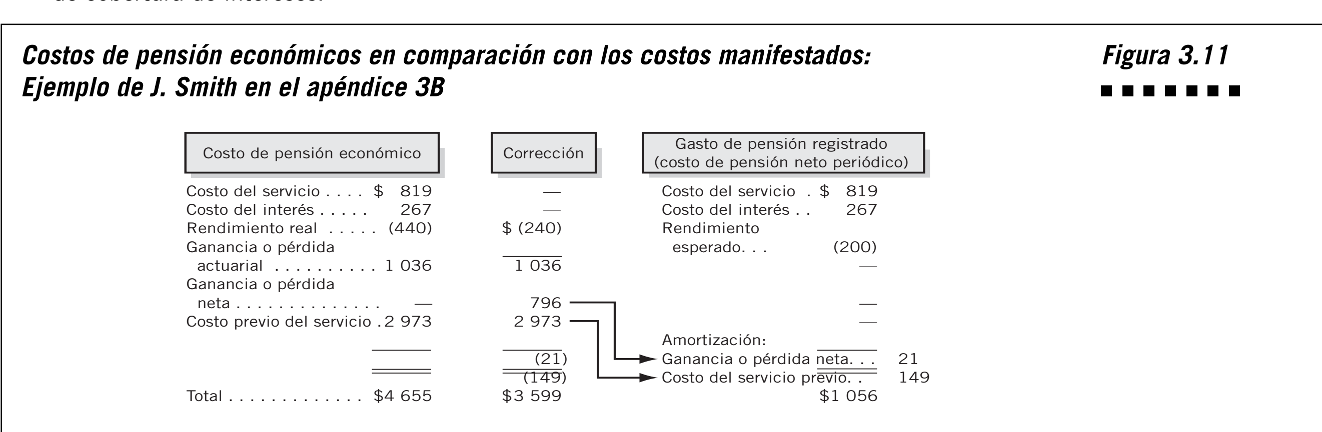
Estrategias de administración de las utilidades

- Aumentar los ingresos: registrar los ingresos antes de "ganarlos".
- Gran baño: registrar las acumulaciones de gastos y cancelaciones prematuramente, o en mayor magnitud de lo que se justifica.
- Nivelación de números: compensar gastos con respecto a ingresos transitorios.
- Administración clasificatoria de utilidades: registrar partidas no deseables por debajo del ingreso de las operaciones continuas.

CAPÍTULO 3

Efecto de los arrendamientos de operación

- Declarar menos pasivos al mantener el financiamiento de los arrendamientos fuera del balance general e inflar las razones de solvencia (como la de deuda a capital).
- Declarar menos activos e inflar las razones de rendimiento de la inversión (rendimiento de los activos netos de operación).
- Demorar el reconocimiento de los gastos en comparación con los arrendamientos de bienes de capital (sobrevaluar los ingresos al principio del plazo de arrendamiento y subvaluar los ingresos a finales del plazo de arrendamiento).
- Declarar menos pasivo circulante al mantener la parte correspondiente al corto plazo del pago del principal fuera del balance general (se infla la razón del circulante y otras mediciones de la liquidez).
- Incluir los intereses en el pago del arrendamiento (un gasto de operación) y declarar menos utilidad de operación y menos gastos por intereses, para inflar las razones de cobertura, como la razón de cobertura de intereses.



Costos de pensión económicos en comparación con los costos manifestados: Ejemplo de J. Smith en el apéndice 3B — ***Figura 3.11***

Costo de pensión económico		Corrección	Gasto de pensión registrado (costo de pensión neto periódico)	
Costo del servicio	$ 819	—	Costo del servicio	$ 819
Costo del interés	267	—	Costo del interés	267
Rendimiento real	(440)	$ (240)	Rendimiento esperado	(200)
Ganancia o pérdida actuarial	1 036	1 036		—
Ganancia o pérdida neta	—	796		—
Costo previo del servicio	2 973	2 973		—
		(21)	Amortización: Ganancia o pérdida neta	21
		(149)	Costo del servicio previo	149
Total	$4 655	$3 599		$1 056

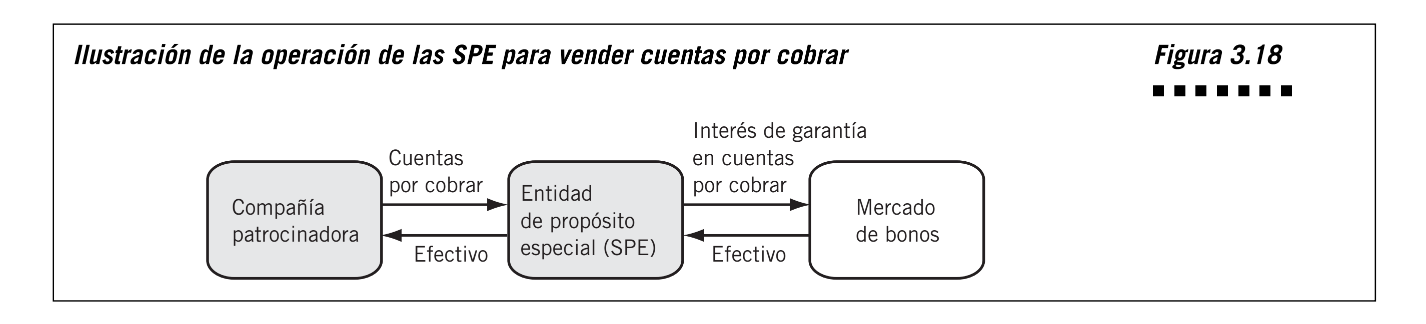
Efecto de las suposiciones actuariales sobre la obligación y el costo de beneficios: — ***Figura 3.17***

		DIRECCIÓN DEL EFECTO SOBRE*			
		ECONÓMICOS		MANIFESTADOS	
Hipótesis	**Dirección del cambio**	**Posición**	**Costo**	**Posición**	**Costo**
Tasa de descuento	+	+	−	Indefinida	Indefinida
	−	−	+	Indefinida	Indefinida
Rendimiento esperado	+	Sin efecto	Sin efecto	+	−
	−	Sin efecto	Sin efecto	−	+
Índice de crecimiento†	+	−	+	−	+
	−	+	−	+	−

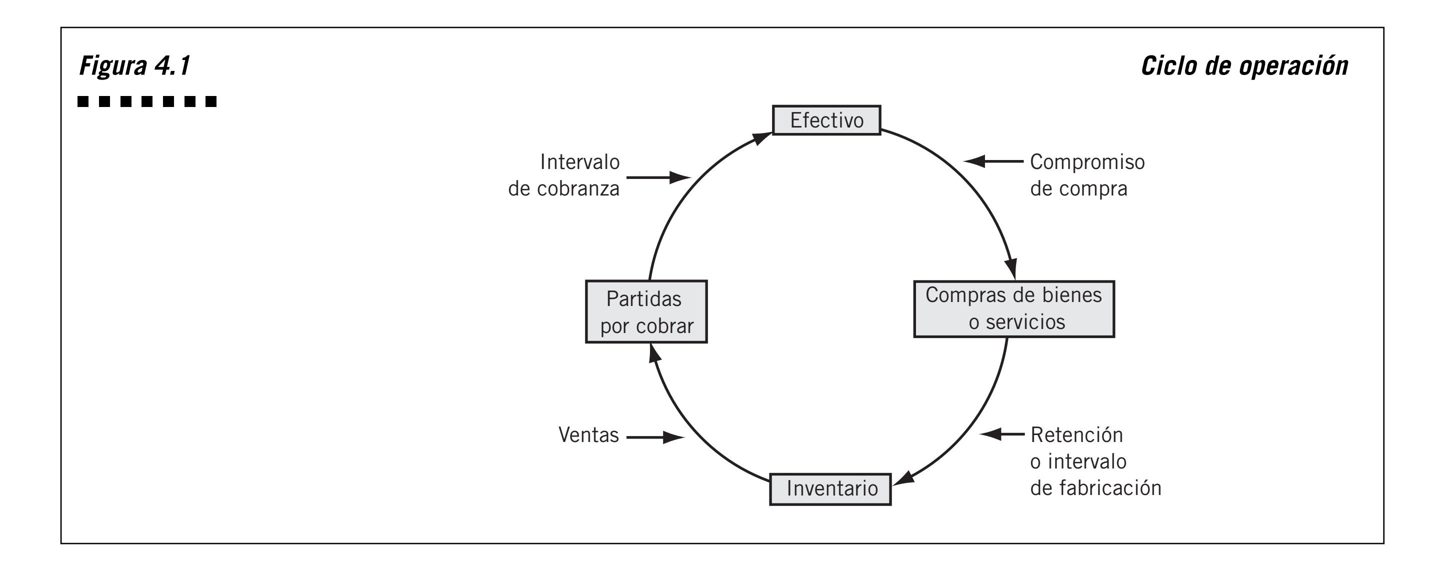
**La posición económica se refiere al estado fondeado y la posición registrada se refiere al beneficio o costo acumulado.*

†El índice de crecimiento corresponde a los costos tanto de compensación como del cuidado de la salud.

Ilustración de la operación de las SPE para vender cuentas por cobrar — ***Figura 3.18***



CAPÍTULO 4



Herramientas de análisis para investigar la posibilidad de cobranza

- Comparar las cuentas por cobrar de los competidores como un porcentaje de las ventas con las de la compañía analizada.
- Examinar la concentración de clientes; el riesgo aumenta cuando las cuentas por cobrar se concentran en uno o unos cuantos clientes.
- Calcular e investigar las tendencias en el periodo promedio de cobranza de las cuentas en comparación con los términos de créditos acostumbrados en la industria.
- Determinar la parte de las cuentas por cobrar que son renovaciones de cuentas anteriores o documentos por cobrar.

Utilidades fantasmas del método PEPS (FIFO)

Utilidad económica + ganancia por posesión

donde utilidad económica = número de unidades vendidas × (precio de venta – costo de sustitución)
ganancia por posesión = costo de sustitución − precio de compra

Replanteamiento analítico de UEPS (LIFO) a PEPS (FIFO)

1) Inventarios = Inventario UEPS (LIFO) registrado + Reserva UEPS (LIFO)

2) Aumentar impuesto diferido pagadero en: Reserva UEPS (LIFO) × Tasa tributaria

3) Utilidades retenidas = Utilidades retenidas registradas + [Reserva UEPS (LIFO) × (1 − Tasa tributaria)]

Replanteamiento analítico de PEPS (FIFO) a UEPS (LIFO)

$$\text{COGS}_{\text{UEPS (LIFO)}} = \text{COGS}_{\text{PEPS (FIFO)}} + (\text{BI}_{\text{PEPS (FIFO)}} \times r)$$

Análisis de los activos de operación a largo plazo

Lapso de vida promedio total = activos brutos de planta y equipo/gasto de depreciación del año actual.

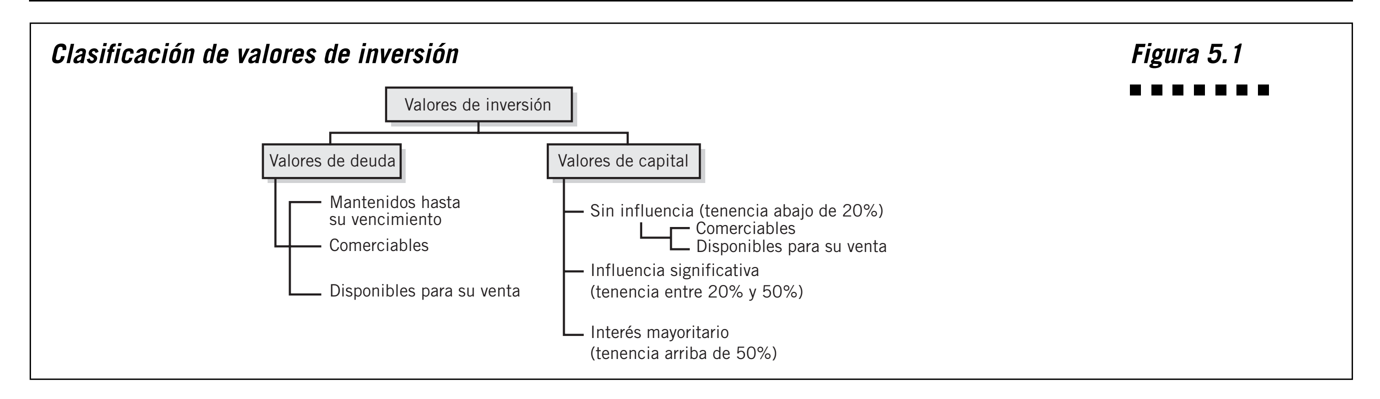
Edad promedio = depreciación acumulada/gasto de depreciación del año actual.

Vida restante promedio = activos netos de planta y equipo/gasto de depreciación del año actual.

Lapso de vida promedio total = *edad promedio* + *vida restante promedio*

CAPÍTULO 5

Clasificación de valores de inversión ***Figura 5.1***



Clasificación y contabilidad de valores de deuda ***Figura 5.2***

		CONTABILIDAD		
			ESTADO DE RESULTADOS	
Categoría	**Descripción**	**Balance general**	**Ganancias/pérdidas no realizadas**	**Otros**
Mantenidos hasta su vencimiento	Valores adquiridos tanto con el propósito como con la capacidad de retenerlos hasta su vencimiento	Costo amortizado	No reconocidas ni en utilidad neta, ni ingreso general	Reconocer ganancias/pérdidas percibidas e ingreso de intereses en utilidad neta
Comercialización	Valores adquiridos principalmente con fines de ganancias o comercialización a corto plazo (por lo común menos de tres meses)	Valor justo	Reconocer en la utilidad neta	Reconocer las ganancias/pérdidas percibidas y el ingreso de intereses en utilidad neta
Disponibles para su venta	Valores no retenidos para su venta ni retenidos hasta su vencimiento	Valor justo	No reconocidas en utilidad neta, pero reconocidas en ingreso general	Reconocer las ganancias/pérdidas percibidas y el ingreso de intereses en utilidad neta

Clasificación y contabilidad de valores de capital ***Figura 5.4***

	SIN INFLUENCIA			
Atributo	**Disponible para su venta**	**Comercializable**	**Influencia significativa**	**Interés mayoritario**
Propiedad	Menos de 20%	Menos de 20%	Entre 20 y 50%	Superior a 50%
Propósito	Inversión a largo o mediano plazo	Inversión o comercialización a corto plazo	Considerable influencia comercial	Control total del negocio
Base de la valuación	Valor justo	Valor justo	Método de participación	Consolidación
Balance general Valor del activo	Valor justo	Valor justo	Costo de la adquisición ajustado respecto a una parte proporcional de las ganancias retenidas y la amortización apropiada de la entidad participada	Balance general consolidado
Estado de resultados:				
Ganancias no realizadas	En ingreso general	En utilidad neta	No reconocidas	No reconocidas
Estado de resultados:				
Otros efectos del ingreso	Reconocer dividendos y ganancias y pérdidas percibidas en utilidad neta	Reconocer dividendos y ganancias y pérdidas percibidas en utilidad neta	Reconocer la parte proporcional de la utilidad neta de la entidad participada menos la amortización apropiada en utilidad neta	Estado de resultados consolidado

Contabilidad del método de participación

- Estado de resultados
  - Reconocer las utilidades equivalentes a la parte proporcional de la Utilidad neta de la empresa en que se ha invertido.
  - Los dividendos *no* se reconocen como ingresos.
- Balance general
  - La cuenta de inversión aumenta (disminuye) de conformidad con el ingreso (pérdida) de participación registrado en el estado de resultados.
  - Los dividendos recibidos se tratan como una reducción de la cuenta de inversión.
  - La inversión se registra a costo ajustado y no a valor de mercado.

Implicaciones de las inversiones por el método de participación en el análisis

- Reconocimiento de las utilidades de la compañía en que se ha invertido
- Inversión de capital no reconocida
- Provisión para impuestos sobre las utilidades no distribuidas de la subsidiaria

Proceso de consolidación

SYNERGY CORPORATION Y SUBSIDIARIA
Saldos y estados financieros consolidados tentativos
Para el ejercicio fiscal que terminó el 31 de diciembre del año 2
Preparados conforme al Método de compra contable

	Synergy	Micron	Débitos	Créditos	Consolidados
Ingresos	$ 610 000	$ 370 000			$ 980 000
Gastos de operación	(270 000)	(140 000)			(410 000)
Gasto de depreciación	(115 000)	(80 000)	[4] $ 2 000		(197 000)
Gasto de amortización	0	0	[4] 6 000		(6 000)
Ingreso de la inversión	142 000	0	[3] 142 000		0
Utilidad neta	$ 367 000	$ 150 000			$ 367 000
Utilidades retenidas (1/1/A1	$ 680 000	$ 490 000	[1] 490 000		$ 680 000
Utilidad neta	367 000	150 000			367 000
Dividendos pagados	(90 000)				(90 000)
Utilidades retenidas 31/12/A2	$ 957 000	$ 640 000			$ 957 000
Efectivo	$ 105 000	$ 20 000			$ 125 000
Cuentas por cobrar	380 000	220 000			600 000
Inventario	560 000	280 000			840 000
Inversión en Micron	912 000	0		[1] $620 000	0
				[2] 150 000	
				[3] 142 000	
Inmuebles propiedad y equipo netos	1 880 000	720 000	[2] 20 000	[4] 2 000	2 618 000
Nombre comercial	0	0	[2] 30 000	[4] 6 000	24 000
Crédito comercial (goodwill)			[2] 100 000		100 000
Activos totales	$3 837 000	$1 240 000			$4 307 000
Pasivos	$ 780 000	$ 470 000			$1 250 000
Acciones comunes	800 000	100 000	[1] 100 000		800 000
Capital adicional pagado	1 300 000	30 000	[1] 30 000		1 300 000
Utilidades retenidas	957 000	640 000			957 000
Pasivos y capital totales	$3837000	$1 240 000	$920 000	$920 000	$4 307 000

Problemas en las combinaciones empresariales

- Afectación del crédito mercantil (*goodwill*)
- Asignación del costo total
- Investigación y desarrollo en proceso (IPR&D)
- Deuda en los estados financieros consolidados
- Ganancias de las IPO de subsidiarias
- Ventas e ingreso previos a la adquisición
- Contabilidad de empuje

Limitaciones adicionales de los estados financieros consolidados

- Los estados financieros de cada una de las compañías que componen la entidad total no siempre se preparan de modo que sean comparables.
- Los estados financieros consolidados no revelan las restricciones del uso de efectivo en cada una de las compañías.
- Las compañías que se encuentran en mala situación financiera a veces se combinan con empresas financieramente sólidas, con lo que se dificulta el análisis.
- La magnitud de las transacciones entre compañías se desconoce a menos que se comuniquen los procedimientos en que se basa el proceso de consolidación.
- La agregación de subsidiarias diferentes puede distorsionar las razones y otras relaciones.
- Los estados financieros consolidados ocultan las prioridades de las reclamaciones de los acreedores.

Contabilidad por combinación de intereses

- Los activos se adquieren y se transfieren a valor en libros y no al valor de mercado de la consideración entregada.
- La subvaluación de los activos produce la subvaluación del capital combinado de la empresa.
- La subvaluación de los activos (incluidos inventario, propiedad, planta, equipo, crédito mercantil [goodwill] e intangibles) produce la subvaluación de costos (como el costo de los bienes vendidos, depreciación y amortización) y la sobrevaluación del ingreso.
- La subvaluación de los activos produce la probable sobrevaluación de las ganancias de la venta de activos.
- La subvaluación del capital o la sobrevaluación del ingreso produce la sobrevaluación de las razones de rendimiento de la inversión.
- Los estados de resultados y balances generales de la entidad combinada se reformulan en todos los periodos registrados.

Contabilidad de derivados

Clasificación de derivados con fines de contabilidad — **Figura 5.6**

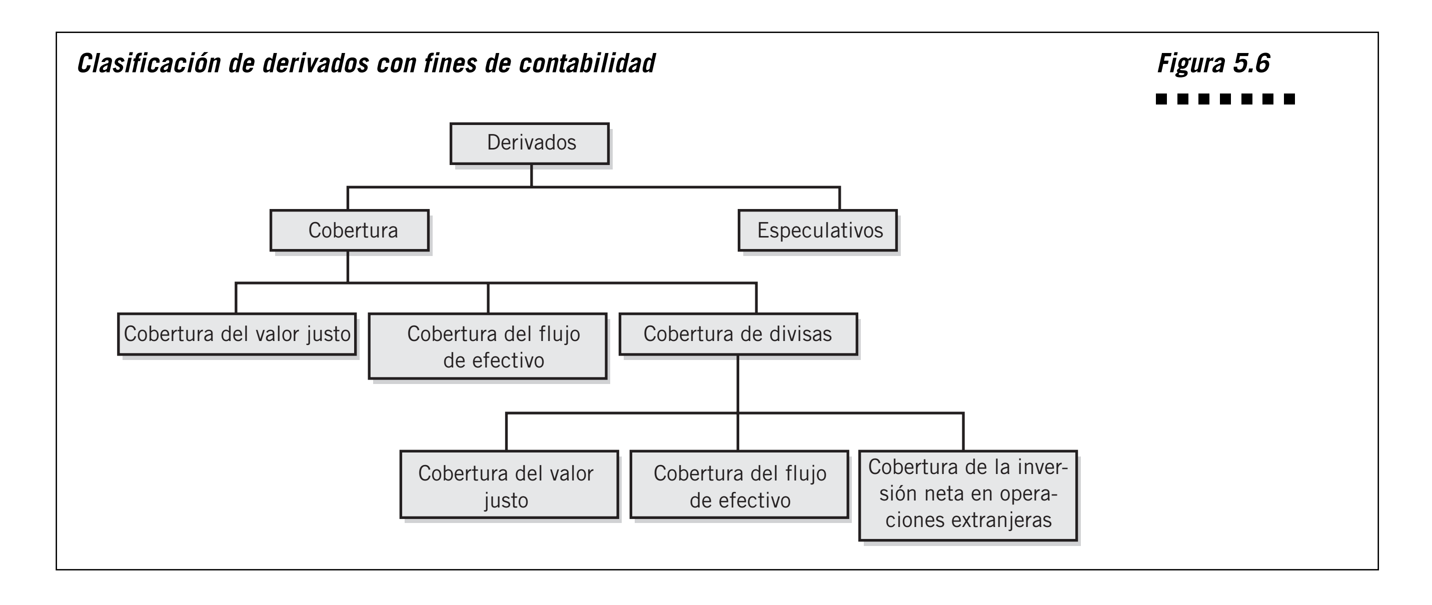


Figura 5.7 ***Contabilidad para los derivados***

Derivado	Balance general	Estado de resultados
Especulativo	Derivado registrado a su valor justo	Ganancias y pérdidas no realizadas incluidas en la utilidad neta
Cobertura del valor justo	Tanto el derivado como el activo —o el pasivo, o ambos— cubiertos se registran a su valor justo	Las ganancias y pérdidas tanto sobre el derivado como sobre el activo —o el pasivo, o ambos— cubiertos se incluyen en la utilidad neta
Cobertura del flujo de efectivo	El derivado se registra al valor justo (compensado por el ingreso total acumulado)	Las ganancias y pérdidas sobre la porción efectiva del derivado se registran en otro ingreso general hasta la fecha de liquidación, después de lo cual se transfieren a utilidad neta; las ganancias y pérdidas no realizadas sobre la porción inefectiva del derivado se incluyen en utilidad neta
Cobertura del valor justo de divisas	Igual que la cobertura del valor justo	Igual que la cobertura del valor justo
Cobertura del valor en efectivo de divisas	Igual que la cobertura del flujo de efectivo	Igual que la cobertura del flujo de efectivo
Cobertura de divisas de la inversión neta en operaciones extranjeras	El derivado (y la ganancia o pérdida acumulativa no realizadas) se registran al valor justo (parte del ajuste de conversión acumulativo en ingreso general acumulado)	Las ganancias y pérdidas no realizadas se registran en otro ingreso general como parte del ajuste de conversión

Consolidación de subsidiarias extranjeras

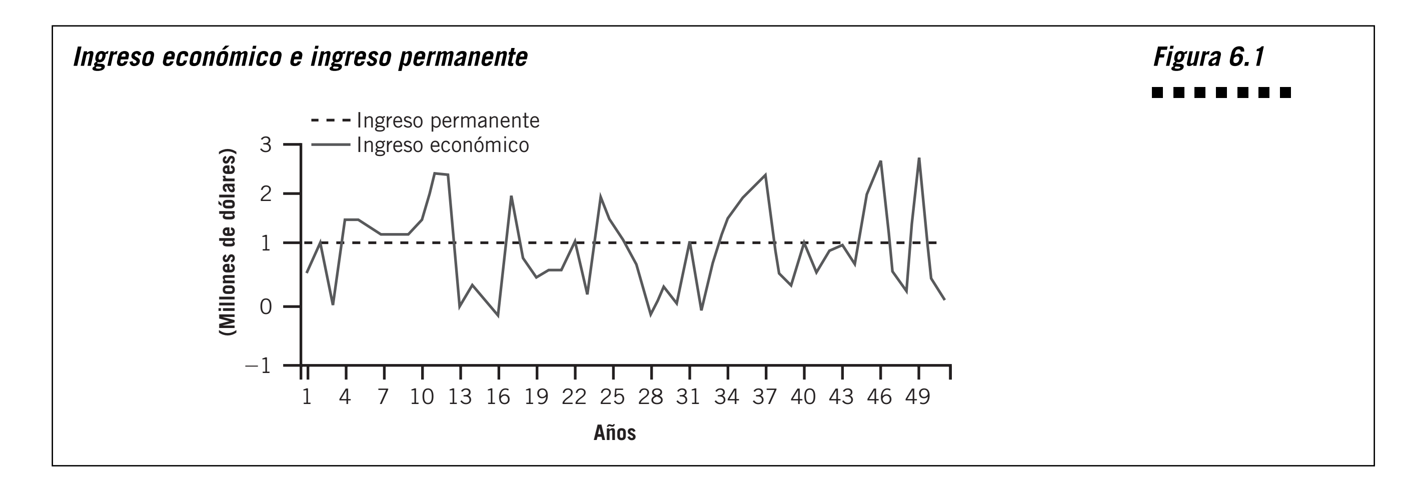
	TASA DE CAMBIO UTILIZADA PARA LA CONVERSIÓN	
	Cuenta	**Método de tipo actual**
Método temporal		
Efectivo y valores	Actual	Actual
Inventario	Actual	Histórico
PP&E e intangibles	Actual	Histórico
Pasivos en circulación	Actual	Actual
Pasivos a largo plazo	Actual	Actual
Acciones de capital	Histórico	Histórico
Ganancias retenidas	Derivado	Derivado
Dividendos	Específico	Específico
Ingresos	Promedio	Promedio
Gastos	Promedio	Promedio
Costo de los bienes vendidos	Promedio	Histórico
Depreciación/amortización	Promedio	Histórico
Ajuste de conversión	Otro ingreso general	
Ganancias (pérdidas) de remedición		Estado de resultados

CAPÍTULO 6

Criterios para el reconocimiento de ingresos

- **Realizados o realizables.** Para reconocer un ingreso, la compañía debe haber recibido efectivo o un compromiso confiable para remitir efectivo, como una cuenta por cobrar válida.
- **Ganados.** La compañía tiene que haber completado todas sus obligaciones con el comprador; esto es, el proceso de ganar debe haberse finiquitado.

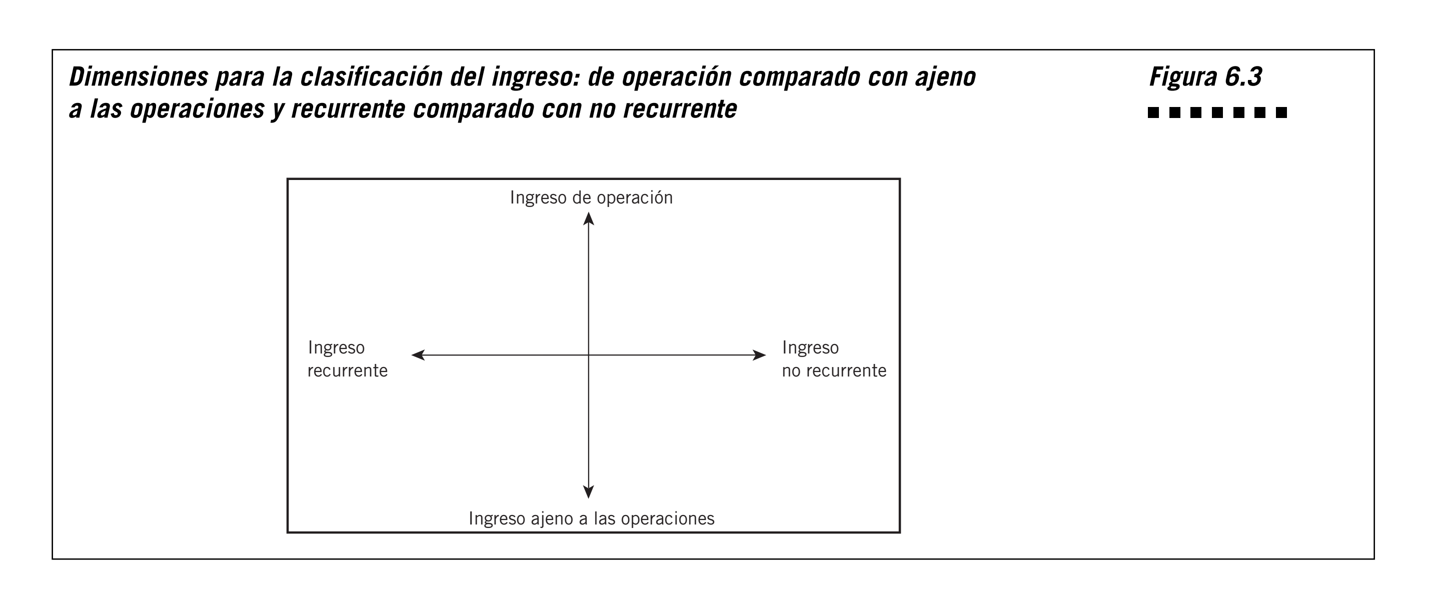
Ingreso económico e ingreso permanente ***Figura 6.1***



Componentes permanentes, transitorios y no relevantes para el valor de las utilidades

- **Componente permanente.** Se espera que el componente permanente (o *recurrente*) del ingreso contable persista indefinidamente. Tiene características idénticas al concepto económico del ingreso permanente. Para una empresa en marcha, cada dólar del componente permanente es igual a $1/r$ de dólar del valor de la compañía, donde r es el costo del capital.
- **Componente transitorio.** No es probable que el componente transitorio (o *no recurrente*) del ingreso contable recurra: se trata de un acontecimiento único. Tiene un efecto de dólar por dólar en el valor de la compañía. El concepto de ingreso económico incluye tanto los componentes permanentes como los transitorios.
- **Componente no relevante para el valor.** Los componentes que son inaplicables para el valor no tienen contenido económico: son distorsiones contables. Surgen de las imperfecciones de la contabilidad. Los componentes que son no relevantes para el valor tienen efecto cero en el valor de la compañía.

Dimensiones para la clasificación del ingreso: de operación comparado con ajeno a las operaciones y recurrente comparado con no recurrente ***Figura 6.3***



Ingreso combinado. Ejemplo

Utilidad neta		1 205 dólares
Otros ingresos integrales		
+/− Ganancia (pérdida) no percibida por posesión sobre valores comerciables	305 dólares	
+/− Ajuste de conversión de divisas	(12)	
+/− Ajuste adicional mínimo de la obligación de pensión	(17)	
+/− Ganancia o pérdida no percibidas por posesión sobre instrumentos derivados	945	1 221
Ingreso integral		2 426 dólares

Contabilidad de partidas extraordinarias

- **Carácter inusual.** Un suceso o transacción que tiene un alto grado de anormalidad y no se relaciona, o sólo lo hace de manera incidental, con las actividades ordinarias y típicas de la compañía.
- **Ocurrencia poco frecuente.** Un suceso o transacción que no se espera, dentro de lo razonable, vuelva a presentarse en el futuro previsible.

Contabilidad de operaciones discontinuas

- Los estados de resultados del año en curso y los dos años anteriores se reformulan después de excluir los efectos de las operaciones discontinuas de las partidas que determinan el ingreso continuo.
- Las ganancias o pérdidas relacionadas con las operaciones discontinuas se registran por separado, después de deducir los efectos fiscales relacionados, y se excluyen del ingreso continuo.
- El ingreso continuo se llama *ingreso antes de operaciones discontinuas* cuando se registran estas últimas operaciones.
- Una compañía registra ganancias o pérdidas de las operaciones discontinuas (en el año en curso y los dos años anteriores) en dos categorías: 1) ingreso o pérdida de operaciones discontinuas hasta que la gerencia concluya la venta, y 2) ganancias y pérdidas de la venta, incluido el ingreso o pérdida de operación durante el periodo de retirada progresiva.

Análisis de los cambios contables

- Los cambios contables son "cosméticos" y no tienen consecuencias en los flujos de efectivo.
- En ocasiones, un cambio contable *refleja* mejor la realidad económica.
- Tercero, el analista debe estar alerta con respecto a la administración de las utilidades. En la adopción de nuevas normas, ésta constituye un problema menor. Sin embargo, en el caso de los cambios contables voluntarios, es probable que la administración de las utilidades sea una razón.
- A diferencia de un cambio en un principio de contabilidad, donde el efecto acumulativo se resalta en el estado de resultados, la información sobre los cambios en los estimados a menudo se oculta en las notas.
- Otro aspecto relacionado con los cambios contables es la manipulación de las utilidades.
- El analista debe evaluar el efecto de los cambios contables en las comparaciones a través del tiempo.
- Por último, el analista necesita evaluar el efecto de un cambio contable tanto en el ingreso económico como en el permanente.

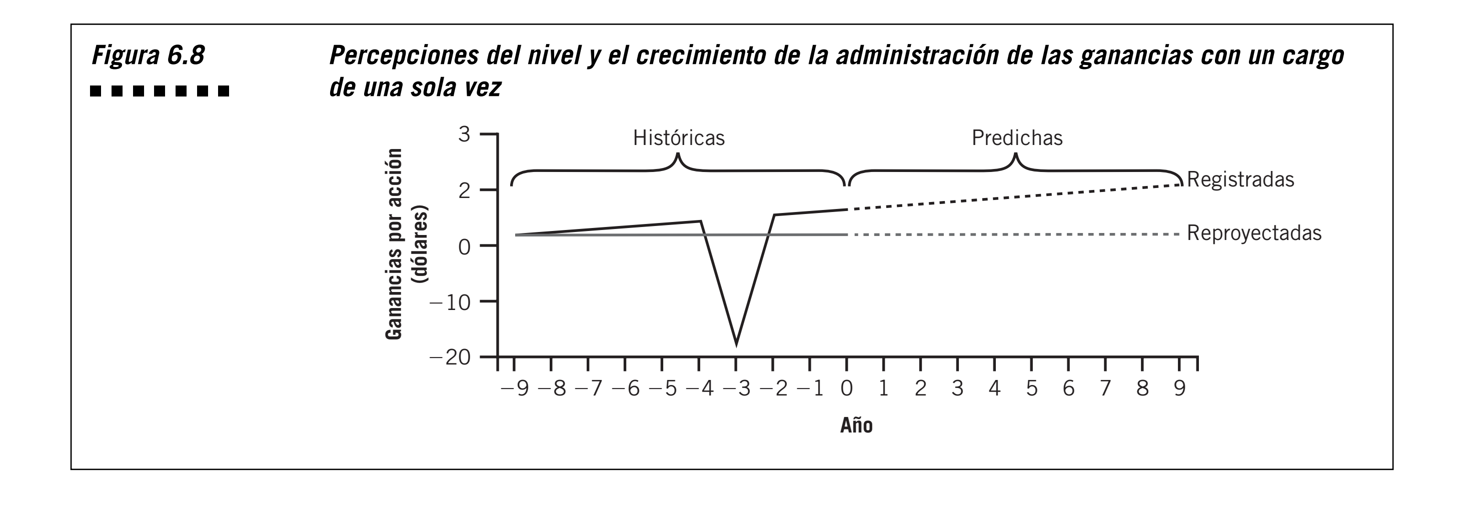
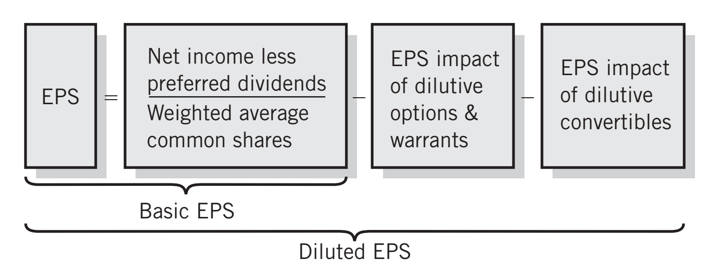


Figura 6.8 ***Percepciones del nivel y el crecimiento de la administración de las ganancias con un cargo de una sola vez***

Impuestos diferidos

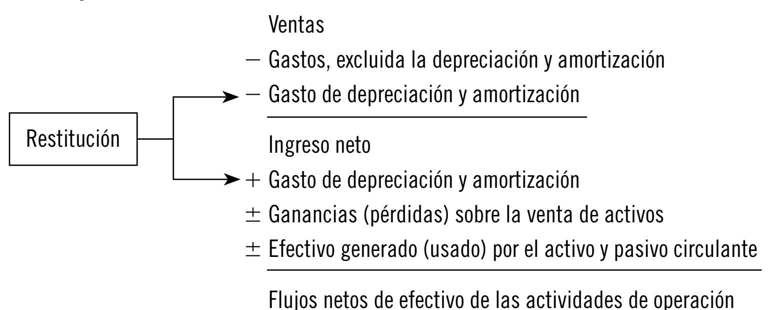
Ingreso registrado (antes de impuestos) comparado con ingreso gravable	Efecto del gasto de impuestos sobre el ingreso	Efecto sobre los impuestos por pagar	Efecto sobre las cuentas de impuestos diferidos en el balance
Ingreso gravable más bajo que el ingreso antes de impuestos	Más elevado	Más bajo	Créditos
Ingreso gravable más elevado que el ingreso antes de impuestos	Más bajo	Más elevado	Débitos

Utilidades por acción



CAPÍTULO 7

Restitución de la depreciación



Entradas (salidas) de efectivo

Cuenta	Aumento	Disminución
Activo	Salida de efectivo	Entrada de efectivo
Pasivo.........	Entrada de efectivo	Salida de efectivo

Limitaciones en los informes del flujo de efectivo

- En la práctica, no se requiere la revelación por separado de los flujos de efectivos relacionados o con las partidas extraordinarias o con las operaciones discontinuas.
- Los intereses y dividendos recibidos y los intereses pagados se clasifican como flujos de efectivo de operación.
- El impuesto sobre utilidades se clasifica como flujo de efectivo de operación. Esta clasificación puede distorsionar el análisis de cada una de las tres actividades si se les atribuyen beneficios o costos fiscales considerables de manera desproporcionada.
- La eliminación de las ganancias o pérdidas antes de impuestos (en lugar de después de impuestos) sobre la venta de planta y equipo o las inversiones de las actividades de operación distorsiona el análisis de las actividades de operación e inversión. Esto se debe a que los impuestos relacionados *no* se eliminan, sino que se dejan en el gasto total de impuestos entre las actividades de operación.

Análisis de los flujos de efectivo

- ¿Las sustituciones de activos se financian con fondos internos o externos?
- ¿Cuáles son las fuentes de financiamiento de ampliaciones y adquisiciones de empresas?
- ¿La compañía depende del financiamiento externo?
- ¿Cuáles son las necesidades y oportunidades de inversión de la compañía?
- ¿Cuáles son las necesidades y tipos de financiamiento?
- ¿Son las políticas empresariales (como los dividendos) muy sensibles a los flujos de efectivo?

Flujo libre de efectivo

	Flujos de efectivo de las operaciones
−	Gastos netos de capital requeridos para mantener la capacidad productiva
−	Dividendos sobre las acciones ordinarias y preferentes (suponiendo una política de liquidación)
	Flujo libre de efectivo (FCF, siglas de Free cash flow)

Definición alternativa: FCF = NOPAT − Cambio en NOA.

Flujos de efectivo como elementos de validación

- Factibilidad de financiar los gastos de capital.
- Fuentes de efectivo para financiar ampliaciones.
- Dependencia del financiamiento externo (pasivo frente a capital).
- Políticas de dividendos en el futuro.
- Capacidad de satisfacer las necesidades de servicio de la deuda.
- Flexibilidad financiera ante necesidades y oportunidades no previstas.
- Prácticas financieras de administración.
- Calidad de las utilidades.

Razón de suficiencia del flujo de efectivo

$$\frac{\text{Suma de tres años de efectivo de las operaciones}}{\text{Suma de tres años de gastos de capital, adiciones a inventarios y dividendos en efectivo}}$$

Razón de reinversión del efectivo

$$\frac{\text{Flujo de efectivo de operación} - \text{Dividendos}}{\text{Activo bruto de planta} + \text{Inversión} + \text{Otros activos} + \text{Capital de trabajo}}$$

CAPÍTULO 8

Balance general y estado de resultados reformulados

BALANCE GENERAL

Activos de operación	OA	Pasivos financieros*	FL
Menos pasivos de operación........	(OL)	Menos activos financieros............	(FA)
		Obligaciones financieras netas.....	NFO
		Capital de los accionistas†	SE
Activos netos de operación	NOA	Financiamiento neto	NFO + SE‡

**Incluye acciones preferentes.*

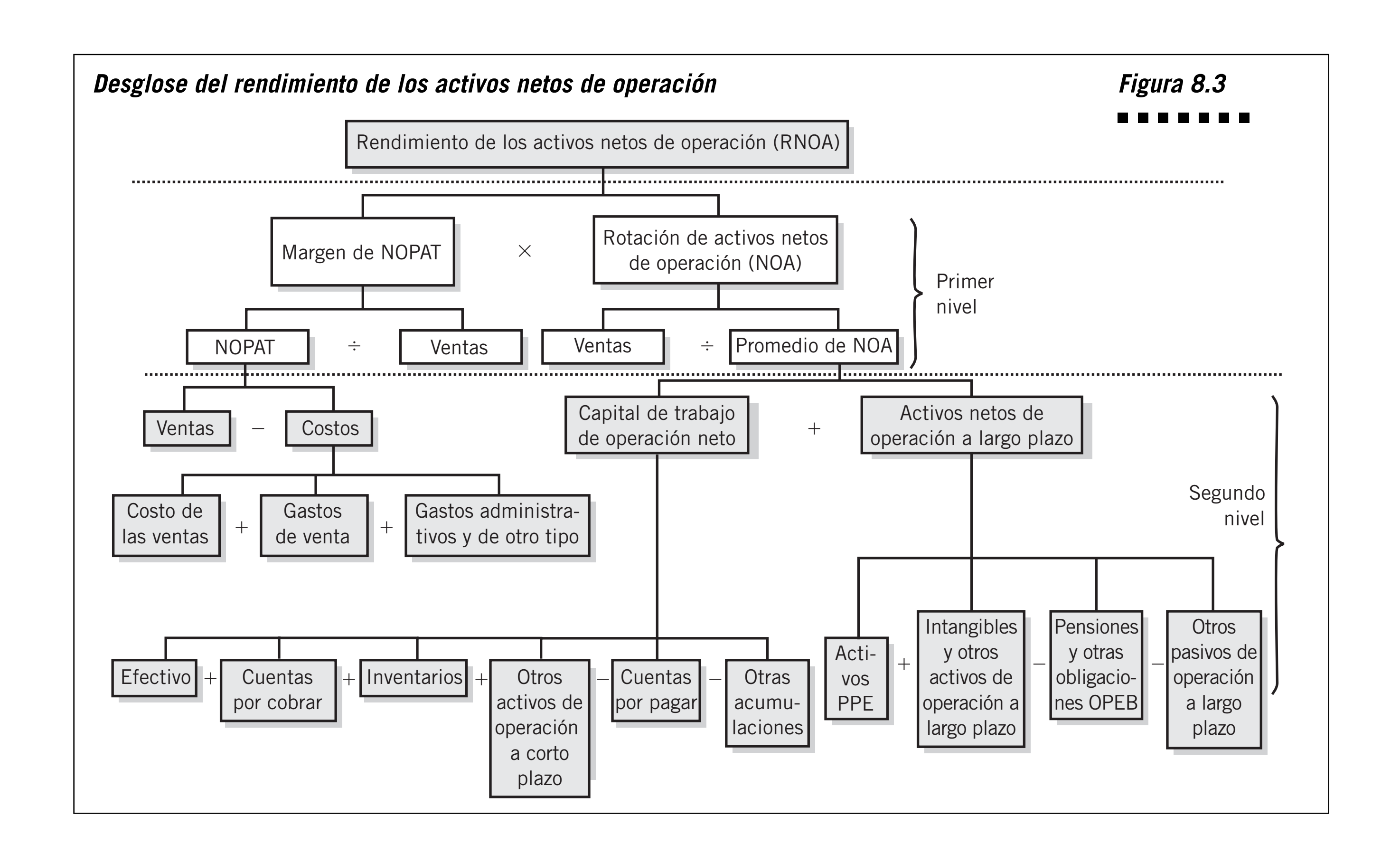
†Excluye acciones preferentes.

‡NOA = NFO + SE

ESTADO DE RESULTADOS

Ingresos brutos de operación		OR
Gastos de operación		(OE)
Gasto por impuestos de operación		
Provisión para impuestos	(TAX)	
Escudo fiscal	(SHLD)	
Gasto por impuestos de operación		(TE)
Ingreso de operación		OI
Gasto financiero neto		
Gasto por intereses*	(INTX)	
Ingresos por intereses	INTR	
Escudo fiscal sobre intereses	SHLD	
Gasto financiero neto		(NFE)
Ingreso neto		(NI)

**Incluye dividendos de acciones preferentes.*



$$\text{NOPAT} = (\text{Ventas} - \text{Gastos de operación}) \times (1 - [\text{Gasto por impuestos/Utilidad antes de impuestos}])$$

$$\text{RNOA} = \frac{\text{Utilidad neta de operación después de impuestos (NOPAT)}}{\text{Promedio de activos netos de operación (NOA)}}$$

Otra manera de considerar el RNOA

$$\text{RNOA} = \frac{\text{NOPAT}}{\text{Ventas}} \times \frac{\text{Ventas}}{\text{Promedio de OA}} \times (1 + \text{OLLEV})$$

donde OLLEV (pasivo de operación/NOA) es la razón de apalancamiento del pasivo de operación.

Combinaciones de margen y rotación para producir RNOA

Figura 8.6 ***Combinaciones de rotación de activos netos de operación y utilidad neta de operación para un RNOA determinado***

Rotación de activos netos de operación
4.00
3.50
3.00
2.50
2.00
1.50
1.00
0.50
0.00
Restaurantes
Comercio al menudeo
Ropa
Aeronáutica
Computadoras
Agricultura
Textiles
Construcción
Banca
Productos químicos
Transporte
Cuidado de la salud
Automóviles y camiones
Productos farmacéuticos
Imprentas y casas editoriales
Petróleo y gas natural
Carbón
Entretenimiento
RNOA = 10.3%
Servicios públicos
Comunicación
0%
2%
4%
6%
8%
10%
12%
14%
Margen de utilidad neta de operación

Desagregación del margen de utilidad de operación

El margen de utilidad de operación (OPM) se define así:

$$\frac{\text{Utilidad neta de operación después de impuestos (NOPAT)}}{\text{Ventas}}$$

donde $\text{OPM} = \text{NOPAT/Ventas} = \text{OPM antes de impuestos} - \text{TE/OR}$

$$\text{OPM antes de impuestos} = \text{PM de ventas antes de impuestos} + \text{Otro PM antes de impuestos}$$

$$\text{PM de ventas antes de impuestos} = \frac{\text{Margen bruto}}{\text{Ventas}} - \frac{\text{Gastos de venta}}{\text{Ventas}} - \frac{\text{Gastos de administración}}{\text{Ventas}} - \frac{\text{I y D}}{\text{Ventas}}$$

$$\text{Otro PM antes de impuestos} = \frac{\text{Ingreso por participación de capital}}{\text{Ventas}} \pm \frac{\text{Partidas extraordinarias}}{\text{Ventas}} \pm \cdots$$

Análisis de la desagregación del margen de utilidad de operación

Margen bruto

- Investigar los efectos de los cambios en el volumen de ventas.
- Investigar los efectos de los cambios en el precio unitario de venta.
- Investigar los efectos de los cambios en el costo por unidad.

Gastos de venta

- Investigar los efectos de los cambios en la razón de gastos de venta a ingresos.
- Más allá de un cierto nivel de los gastos de venta, hay aumentos marginales menores en los ingresos.

Gastos generales y administrativos

- La mayoría de los gastos generales y administrativos son fijos.
- En épocas de prosperidad estos gastos tienden a aumentar.
- Cuando se analizan estos gastos, el análisis debe dirigir la atención tanto a la tendencia de estos gastos como al porcentaje de los ingresos que consumen.

Desagregación de la rotación de activos

Medición genérica de la rotación de activos:

$$\frac{\text{Ventas}}{\text{Promedio de activos netos de operación}}$$

Rotación de cuentas por cobrar

Rotación de cuentas por cobrar = Ventas/Promedio de cuentas por cobrar

Periodo promedio de cobranza = Cuentas por cobrar/Promedio de ventas diarias

Rotación de inventarios

Rotación de inventarios = Costo de los bienes vendidos/Inventario promedio

Promedio de días de inventario en circulación = Inventario/Promedio del costo diario de los bienes vendidos

Rotación de activos de operación a largo lazo

Rotación de activos de operación de largo plazo = Ventas/Promedio de activos de operación de largo plazo

Rotación de cuentas por pagar

Rotación de cuentas por pagar = Costo de los bienes vendidos/Promedio de cuentas por pagar

Promedio de días de cuentas por pagar = Cuentas por pagar/Promedio del costo diario de los bienes vendidos

Rotación del capital de trabajo neto de operación

Rotación del capital de trabajo neto de operación = Ventas netas/Promedio del capital de trabajo neto de operación

Desagregación de ROCE: ROCE = RNOA + LEV × Diferencial

Término	Definición
LEV (apalancamiento financiero)	Promedio de NFO/Promedio de capital
NFO (obligaciones financieras netas)	Pasivos que causan interés menos títulos negociables y otros activos no de operación (o NOA – Capital propio)
Diferencial	RNOA-NFR
NFR (índice financiero neto)	NFE/Promedio de NFO
NFE (gasto financiero neto)	Gasto por intereses menos rendimientos de inversiones provenientes de activos no de operación

CAPÍTULO 9

Balance general proyectado. Pasos del proceso de proyección

1. Proyectar el activo circulante, excepto efectivo.
2. Proyectar los aumentos en PP&E junto con la estimación de los gastos de capital derivada de las tendencias históricas o la información obtenida en la sección de MD&A del informe anual.
3. Proyectar el pasivo circulante, excepto deuda.
4. Obtener los vencimientos a corto plazo de la deuda a largo plazo a partir de la nota al pie sobre la deuda a largo plazo.
5. Suponer que otros tipos de endeudamiento a corto plazo no se han modificado desde el saldo del año anterior, a menos que hayan mostrado tendencias perceptibles.
6. Suponer que el saldo inicial de la deuda a largo plazo es igual a la deuda a largo plazo del periodo anterior menos los vencimientos a corto plazo descritos en el número 4.
7. Suponer que otras obligaciones a largo plazo son iguales al saldo del año anterior, a menos que hayan mostrado tendencias perceptibles.
8. Suponer que la estimación inicial del capital en acciones comunes es igual al saldo del año anterior.
9. Suponer que las utilidades retenidas son iguales al saldo del año anterior más (menos) la utilidad (pérdida) neta y menos los dividendos esperados.
10. Suponer que las demás cuentas de capital son iguales al saldo del año anterior, a menos que hayan mostrado tendencias perceptibles.

La suma de los paso 3 a 10 produce el total del pasivo y capital. El total del activo es, pues, igual a esta cantidad y la cifra de efectivo resultante se calcula como el total del activo menos 1 y 2. La deuda a largo plazo y las acciones se ajustan luego con respecto a las emisiones (recompras) como corresponda para producir el nivel deseado de efectivo y mantener el apalancamiento financiero histórico. Estos ajustes indican el grado de financiamiento requerido para sustentar el crecimiento de la compañía.

Proyección de activo/pasivo circulante:

$$\text{Índice de rotación de cuentas por cobrar} = \frac{\text{Ventas}}{\text{Saldo de cuentas por cobrar}}$$

A continuación, las cuentas por cobrar proyectadas pueden calcularse así:

$$\text{Cuentas por cobrar proyectadas} = \frac{\text{Ventas proyectadas}}{\text{Índice de rotación de cuentas por cobrar}}$$

CAPÍTULO 10

Liquidez

$$\text{Razón del circulante} = \frac{\text{Activo circulante}}{\text{Pasivo circulante}}$$

$$\text{Razón de liquidez} = \frac{\text{Efectivo} + \text{Equivalentes de efectivo} + \text{Títulos negociables} + \text{Cuentas por cobrar}}{\text{Pasivo circulante}}$$

Solvencia

$$\text{Razón de deuda a capital total} = \frac{\text{Deuda total}}{\text{Capital total}}$$

$$\text{Razón de deuda a capital en acciones} = \frac{\text{Deuda total}}{\text{Capital de los accionistas}}$$

$$\text{Razón de deuda a largo plazo a capital en acciones} = \frac{\text{Deuda a largo plazo}}{\text{Capital de los accionistas}}$$

$$\text{Razón de cobertura de gastos fijos} = \frac{\text{Utilidades disponibles para gastos fijos}}{\text{Gastos fijos}}$$

$$\text{Razón de cobertura de intereses} = \frac{\text{Ingreso + Gasto por impuestos + Gastos por intereses}}{\text{Gasto por intereses}}$$

CAPÍTULO 11

La **reformulación** tiene el propósito de reorganizar los componentes de las utilidades para proporcionar una clasificación significativa y un arreglo general apropiado para el análisis.

Administración y persistencia de las utilidades

- Cambios en los métodos o supuestos contables.
- Compensación de ganancias y pérdidas extraordinarias (e inusuales).
- Grandes baños.
- Rebajas del valor de los activos.
- Oportunidad del reconocimiento de los ingresos y gastos.

Razón precio a valor en libros (PB)

La **razón precio a valor en libros (PB)** se expresa como sigue:

$$\frac{\text{Valor de mercado de las acciones}}{\text{Valor en libro de las acciones}}$$

$$\frac{V_t}{BV_t} = 1 + \left[\frac{(ROCE_{t+1} - k)}{(1+k)}\right] = \left[\frac{(ROCE_{t+2} - k)}{(1+k)^2} \times \frac{BV_{t+1}}{BV_t}\right]$$

$$+ \left[\frac{(ROCE_{t+3} - k)}{(1+k)^3} \times \frac{BV_{t+2}}{BV_t}\right] + \ldots$$

Inferencias

- En la medida que se incrementan el ROCE o el crecimiento en el valor en libros —o ambos— futuros, aumenta la razón PB.
- A medida que aumenta el costo (riesgo) del capital en acciones, k, la razón PB disminuye.
- Las razones PB se desvían de 1.0 cuando el mercado espera utilidades anormales (tanto positivas como negativas) en el futuro.
- Si el valor presente de las utilidades anormales futuras es positivo (negativo), la razón PB es mayor (menor) que 1.0.

La **razón precio a utilidades (PE)** se expresa como sigue:

$$\frac{\text{Valor de mercado de las acciones}}{\text{Utilidad neta}}$$

$$\frac{P_0}{eps_1} = \frac{1}{k} \times \frac{STG - LTG}{k - LTG}$$

donde k es el costo del capital en acciones, STG (LTG) es el cambio porcentual esperado a corto (largo) plazo en EPS en relación con el crecimiento "normal" esperado, STG $>$ LTG y LTG$<$ k^2.

Inferencias

- La razón PE se relaciona inversamente con el costo del capital, es decir, será menor (mayor) que el costo del capital en acciones.
- La razón PE se relaciona positivamente con el crecimiento esperado en EPS con respecto al crecimiento normal.
- La razón PE no dice nada sobre el nivel absoluto de las utilidades (si EPS es alta o baja), sólo la tasa a la que se espera que EPS aumente en relación con el crecimiento esperado.

Si LTG $= 0$, la razón se reduce a $\frac{P_0}{eps} = \frac{STG}{k^2}$, la **razón PEG,** un indicador popular de selección de acciones.

Ejemplo: Suponga que la razón PE de una acción es 20 y el costo del capital es 10%. Clasifique una acción como sigue:

- A precio justo si el crecimiento esperado en EPS es mayor que 20%
- A precio muy bajo, si el crecimiento esperado en EPS es mayor que 20%.
- A precio muy alto, si el crecimiento esperado en EPS es menor que 20%.

Resumen de medidas cruciales de la valuación y el análisis de estados financieros †

Rendimiento sobre el capital invertido	Rentabilidad	Utilización y eficiencia de activos
Rendimiento sobre activos netos de operación (RNOA) Rendimiento sobre el capital común (ROCE) Índice de crecimiento del capital Crecimiento sustentable del capital Índice de pago de dividendos Tasa efectiva de impuestos	Margen de utilidad bruta Margen de utilidad neta de operación Ganancias por acción Valor en libros por acción Tasa de interés efectiva Flujo de efectivo de operación a ingreso	Rotación de activos netos de operación Rotación de cuentas por cobrar Ventas del día en cuentas por cobrar Rotación del inventario Ventas del día en inventario Rotación del capital de trabajo neto de operación Rotación de activos a largo plazo de operación Rotación de cuentas por pagar

Rendimiento sobre el capital invertido
Rendimiento sobre activos netos de operación (RNOA) = utilidad neta de operación después de impuestos/activos netos promedio de operación
Rendimiento sobre el capital común (ROCE) = (ingreso neto − dividendo preferente)/capital común promedio de los accionistas
Índice de crecimiento del capital = (ingreso neto − dividendo preferente − pago de dividendos)/capital común promedio
Crecimiento sustentable del capital = ROCE × (1 − índice de pago de dividendos)
Índice de pago de dividendos = dividendos pagados en efectivo/ingreso neto
Tasa efectiva de impuestos = gasto de impuestos/ingreso antes de impuestos sobre la renta

Rentabilidad
Margen de utilidad bruta = (ventas – costo de las ventas)/ventas
Margen de utilidad neta de operación = utilidad neta de operación después de impuestos/ventas
Ganancias por acción (básicas) = (ingreso neto – dividendo preferente)/promedio ponderado de acciones en circulación
Valor en libros por acción = (capital de los accionistas − capital preferente)/número de acciones en circulación
Tasa de interés efectiva = interés total incurrido/endeudamiento promedio que causa interés
Flujo de efectivo de operación a ingreso = flujo de efectivo de operación/ingreso neto

Utilización y eficiencia de activos
Rotación de activos netos de operación = ventas/promedio de activos netos de operación
Rotación de cuentas por cobrar = ventas/promedio de cuentas por cobrar
Ventas del día en cuentas por cobrar = (cuentas por cobrar × 360)/ventas
Rotación del inventario = costo de las ventas/inventario promedio
Ventas del día en inventario = (inventario × 360)/costo de las ventas
Rotación del capital de trabajo neto de operación = ventas/promedio del capital de trabajo neto de operación
Rotación de activos a largo plazo de operación = ventas/promedio de activos a largo plazo de operación
Rotación de cuentas por pagar = costo de las ventas/promedio de cuentas por pagar

Liquidez
Razón del circulante = activos circulantes/pasivos circulantes
Capital de trabajo = activos circulantes − pasivos circulantes
Razón (rápida) de la prueba del ácido = (efectivo + equivalentes de efectivo + valores comerciables + cuentas por cobrar)/pasivos circulantes
Rotación de cuentas por cobrar = ventas/promedio de cuentas por cobrar
Ventas del día en cuentas por cobrar = (cuentas por cobrar × 360)/ventas

‡ El número de días en un año es 360 para efectos de cálculo de la razón; también se utilizan comúnmente 365 días.

REFERENCIAS

Fuentes de las notas de introducción a los capítulos

Capítulo 1: *Business Week,* 21 de marzo de 2005; *Fortune,* 18 de octubre de 2004 y 7 de marzo de 2005; *Wall Street Journal,* 22 de marzo de 2005.

Capítulo 2: Sitio Web de Target, octubre de 2005; sitio Web de Wal-Mart, octubre de 2005.

Capítulo 3: Informe Powers al Consejo de administración de Enron, febrero de 2002; Ley Sarbanes-Oxley.

Capítulo 4: Informe 10-K de Hewlett Packard, 2005; Informe 10-K de IBM, 2005; *Fortune,* 7 de marzo de 2005.

Capítulo 5: Informes 10-K de Viacom, 2004 y 2005; "Buying Binge Could Cost Corporate America $1 Trillion; Accounting Change Forces Goodwill Write-Downs," *USA Today,* 5 de abril de 2002.

Capítulo 6: Informe 10-K de Kodak, 2005; *Business Week,* febrero de 2004, julio de 2002, mayo y noviembre de 2001 y abril de 2000.

Capítulo 7: Sitio Web de Rite Aid e informe 10-K, 2005; *Business Week,* noviembre de 1999 y enero de 2000.

Capítulo 8: Robin Goldwyn Blumenthal, "Review & Preview Follow-up–A Return Visit to Earlier Stories–Out ofFashion: Has GAP Lost Its Way?" *Forbes,* 18 de abril de 2005; informe 10-K de GAP Inc, 2005.

Capítulo 9: *Business Week,* octubre de 2004, abril de 2002 y julio de 2001.

Capítulo 10: *Barron's,* mayo de 2005; *Business Wire,* 2005; *Business Week,* febrero, abril y julio de 2002; informe 10-K de General Motors, 2005.

Capítulo 11: Informe anual 2001 y sitio Web 2005 de Berkshire Hathaway; *Business Week,* octubre de 2004.

Caso exhaustivo: *Wall Street Journal,* septiembre de 2004; informe anual 2004 y sitio Web 2005 de Campbell Soup; informe de inversión de PiperJaffray, 2005.

Abarbanell, J. y B. Bushee. "Fundamental Analysis, Future Earnings, and Stock Prices." *Journal of Accounting Research* 35, 1997, pp.1-24.

Abarbanell, J. S. "Do Analysts' Earnings Forecasts Incorporate Information in Prior Stock Price Changes?" *Journal of Accounting and Economics,* junio de 1991, pp. 147-66.

Abdel-khalik, R. A. *Economic Effects on Leases of FASB Statement No. 13, Accounting for Leases.* Stamford, CT: Financial Accounting Standards Board, 1981.

Aboody, D. "Market Valuation of Employee Stock Options." *Journal of Accounting and Economics* 22, 1996, pp. 357-91.

Aboody, D. y B. Lev. "The Value Relevance of Intangibles: The Case of Software Capitalization." *Journal of Accounting Research* 36, 1998, pp. 161-91.

"Accounting by Creditors for Impairment of a Loan." *Statement of Financial Accounting Standards No. 114.* Norwalk, CT: 1993.

"Accounting by Creditors for Impairment of a Loan-Income Recognition and Disclosures." *Statement of Financial Accounting Standards No. 118.* Norwalk, CT: Financial Accounting Standards Board, 1994.

"Accounting for Leases: A New Approach." *FASB Special Report.* Norwalk, CT: Financial Accounting Standards Board, 1996.

"Accounting for the Costs of Computer Software Developed or Obtained for Internal Use." *AICPA Proposed Statement of Position.* Nueva York: American Institute of Certified Public Accountants, 1997.

"Accounting for the Impairment of Long-Lived Assets to Be Disposed Of." *Statement of Financial Accounting Standards No. 121.* Norwalk, CT: Financial Accounting Standards Board, 1995.

"Accounting for Transfers and Servicing of Financial Assets and Extinguishments of Liabilities." *Statement of Financial Accounting Standards No. 125.* Norwalk, CT: Financial Accounting Standards Board, 1996.

Ahmed, A. "Accounting Earnings and Future Economic Rents: An Empirical Analysis." *Journal of Accounting and Economics* 17, 1994, pp. 377-400.

Ajinkya, B. y M. Gift. "Corporate Managers' Earnings Forecasts and Symmetrical Adjustments of Market Expectations." *Journal of Accounting Research* 22, otoño de 1984, pp. 425-44.

Albrecht, W., L. Lookabill y J. McKeown. "The Time Series Properties of Annual Earnings." *Journal of Accounting Research* 15, 1977, pp. 226-44.

Ali, A., A. Klein y J. Rosenfeld. "Analysts' Use of Information About Permanent and Transitory Earnings Components in Forecasting Annual EPS." *Accounting Review* 67, 1992, pp. 183-98.

Ali, A., L. Hwang y M. Trombley. "Accruals and Future Returns: Tests of the Naive Investor Hypothesis." Documento de trabajo, 1999, University of Arizona.

Altman, Edward I. "Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy." *Journal of Finance,* septiembre de 1968, pp. 589-609.

Amir, E. "The Effect of Accounting Aggregation on the Value-Relevance of Financial Disclosures: The Case of SFAS No. 106." *Accounting Review* 71, 1996, pp. 573-90.

Amir, E. "The Market Valuation of Accounting Information: The Case of Postretirement Benefits Other than Pensions." *Accounting Review* 68, 1993, pp. 703-24.

Amir, E., T. S. Harris y E. K. Venuti. "A Comparison of Value-Relevance of U.S. versus Non-U.S. GAAP Accounting Measures Using Form 20-F Reconciliations." *Journal of Accounting Research Supplement* 31, 1993, pp. 230-64.

Amir, E., M. Kirschenheiler y K. Willard. "The Valuation of Deferred Taxes." *Contemporary Accounting Research* 14, 1997, pp. 597-622.

Anthony, J. y K. Ramesh. "Association between Accounting Performance Measures and Stock Prices: A Test of the Life Cycle

Hypothesis." *Journal of Accounting and Economics* 15, 1992, pp. 203-27.

Atiase, R. K. "Predisclosure Information, Firm Capitalization and Security Price Behavior Around Earnings Announcements." *Journal of Accounting Research,* primavera de 1985, pp. 21-36.

Atiase, R. K., L. S. Bamber y R. N. Freeman. "Accounting Disclosures Based on Company Size: Regulations and Capital Markets Evidence." *Accounting Horizons* 2, núm. 1, marzo de 1988, pp. 18-26.

Ayers, B. C. "Deferred Tax Accounting under SFAS No. 109: An Empirical Investigation of its Incremental Value-Relevance Relative to APB No. 11." *Accounting Review* 73, 1998, pp. 195-212.

Backer, M. y M. L. Gosman. *Financial Reporting and Business Liquidity.* Nueva York: National Association of Accountants, 1978.

Bahnson, P., P. Miller y B. Budge. "Nonarticulation in Cash Flow Statements and Implications for Education, Research, and Practice." *Accounting Horizons* 10, 1996, pp. 1-15.

Baldwin, B. A. "Segment Earnings Disclosure and the Ability of Security Analysts to Forecast Earnings per Share." *The Accounting Review,* julio de 1984, pp. 376-89.

Ball, B. "The Mysterious Disappearance of Retained Earnings." *Harvard Business Review,* julio-agosto de 1987.

Ball, R. y P. Brown. "An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers." *Journal of Accounting Research,* otoño de 1968, pp. 159-78.

Ball, R. y R. Watts. "Some Time Series Properties of Accounting Income." *Journal of Finance* 27, 1972, pp. 663-82.

Balsam, S. y R. Lipka. "Share Prices and Alternative Measures of Earnings per Share." *Accounting Review* 12, 1998, pp. 234-49.

Banz, R. W. "The Relation between Return and Market Value of Common Stocks." *Journal of Financial Economics* 9, 1981, pp.3-18.

Barclay, M., D. Gode y S. Kothari. "Measuring Delivered Performance." Documento de trabajo, 1999, Massachusetts Institute of Technology.

Barth, M., W. Beaver y W. Landsman. "Relative Valuation Roles of Equity Book Value and Net Income as a Function of Financial Health." *Journal of Accounting and Economics* 25, 1998, pp. 1-34.

Barth, M. E. "Fair Value Accounting: Evidence from Investment Securities and the Market Valuation of Banks." *Accounting Review* 69, 1994, pp. 1-25.

Barth, M. E. "Relative Measurement Errors among Alternative Pension Asset and Liability Measures." *The Accounting Review* 66, 1991, pp. 433-63.

Barth, M. E., W. H. Beaver y W. Landsman. "Value-Relevance of Banks' Fair Value Disclosures under SFAS No. 107." *The Accounting Review* 71, 1996, pp. 513-37.

Barth, M. E., W. H. Beaver y W. Landsman. "The Market Valuation Implications of Net Periodic Pension Cost Components." *Journal of Accounting and Economics* 15, 1992, pp. 27-62.

Barth, M. E., M. Clement, G. Foster y R. Kasznik. "Brand Values and Capital Market Valuation." *Review of Accounting Studies* 3, 1998, pp. 41-68.

Barth, M. E. y G. Clinch. "Revalued Financial Tangible, and Intangible Assets: Associations with Share Prices and Non Market-Based Value Estimates." *Journal of Accounting Research* 36, 1998, pp. 199-233.

Barth, M. E., D. P. Cram y K. K. Nelson. "Accruals and the Prediction of Future Cash Flows." Documento de trabajo, 1999, Stanford University.

Barth M. E. y M. F. McNichols. "Estimation and Valuation of Environmental Liabilities." *Journal of Accounting Research,* suplemento 1994, pp. 177-209.

Bartov, E. "Foreign Currency Exposure of Multinational Firms: Accounting Measures and Market Valuation." *Contemporary Accounting Research* 14, 1997, pp. 623-52.

Bartov, Eli. "The Timing of Asset Sales and Earnings Manipulation." *The Accounting Review,* octubre de 1993, pp. 840-55.

Basu, S. "The Conservatism Principle and the Asymmetric Timeliness of Earnings." *Journal of Accounting and Economics* 24, 1997, pp. 3-37.

Basu, S. "The Relationship between Earnings Yield, Market Value and Return for NYSE Common Stocks: Further Evidence." *Journal of Financial Economics* 12, 1983, pp. 129-56.

Bauman, C. C., M P. Bauman y R. F. Halsey. "Do Firms Use the Deferred Tax Asset Valuation Allowance to Manage Earnings?" University of Wisconsin-Milwaukee, agosto de 2000.

Bauman, M. P. "A Review of Fundamental Analysis Research in Accounting." *Journal of Accounting Literature,* 1996, pp. 1-33.

Bauman, M. P. "A Summary of Fundamental Analysis Research in Accounting." *Journal of Accounting Literature,* 1996.

Beaver, W. y D. Morse. "What Determines Price-Earnings Ratios?" *Financial Analysts' Journal* 34, 1978, pp. 65-76.

Beaver, W. H. *Financial Reporting: An Accounting Revolution,* 2ª. edición. Prentice-Hall, Englewood Cliffs, NJ, 1998.

Beaver, William H., Paul Kettier y Myron Scholes. "The Association between Market-Determined and Accounting Determined Risk Measures." *The Accounting Review,* octubre de 1970, pp. 654-82.

Beneish, M. y E. Press. "The Resolution of Technical Default." *The Accounting Review,* abril de 1995, pp. 337-53.

Bernard, V. "The Feltham-Ohlson Framework: Implications for Empiricists." *Contemporary Accounting Research,* primavera de 1995, pp. 733-47.

Bernard, V. y J. Noel. "Do Inventory Disclosures Predict Sales and Earnings?" *Journal of Accounting, Auditing and Finance,* primavera de 1991, pp. 145-81.

Bernard, V. y T. Stober. "The Nature and Amount of Information in Cash Flows and Accruals." *The Accounting Review* 64, octubre de 1989, pp. 624-52.

Bernard, V. y J. Thomas. "Post Earnings Announcement Drift: Delayed Price Response or Risk Premium?" *Journal of Accounting Research* (suplemento) 1989, pp. 1-48.

Bernard, V. L. "Accounting-Based Valuation Methods, Determinants of Market-to-Book Ratios and Implications for Financial Statements Analysis." University of Michigan (diciembre de 1994).

Biddle, G. C., R. M. Bowen y J. S. Wallace. "Does EVA Beat Earnings? Evidence on Associations with Stock Returns and Firm Values." *Journal of Accounting and Economics* 24, 1997, pp. 301-36.

Biddle, G. C. y W. E. Ricks. "Analyst Forecast Errors and Stock Price Behavior Near the Earnings Announcement Dates of LIFO Adopters." *Journal of Accounting Research,* otoño de 1988, pp. 169-94.

Biddle, Gary C. y Frederick W. Lindahi. "Stock Price Reactions to LIFO Adoptions: The Association Between Excess Returns and LIFO Tax Savings." *Journal of Accounting Research,* otoño de 1982, Parte II, pp. 551-88.

Biggs, Stanley F. y John J. Wild. "An Investigation of Auditor Judgment in Analytical Review." *The Accounting Review* LX, núm. 4, octubre 1985, pp. 607-33.

Black, E. "Which Is More Value Relevant: Earnings or Cash Flows?" Documento de trabajo, 1999, University of Arkansas.

Blankley, Alan I. y Edward P. Swanson. "A Longitudinal Study of SFAS 87 Pension Rate Assumptions." *Accounting Horizons,* diciembre de 1995, pp. 1-21.

Boblitz, B. y M. Ettredge. "The Information in Discretionary Outlays: Advertising, Research and Development." *The Accounting Review,* enero de 1989, pp. 108-24.

Botosan, C. "Disclosure Level and the Cost of Equity Capital." *The Accounting Review* 72, 1997, pp. 323-50.

Bowen, R., L. DuCharme y D. Shores. "Stakeholders' Implicit Claims and Accounting Method Choice." *Journal of Accounting and Economics* 20, núm. 3, 1995.

Bowen, R. M., D. Burgstahler y L. A. Daley. "The Incremental Information Content of Accruals versus Cash Flows." *The Accounting Review* 62, octubre de 1987, pp. 723-47.

Bowen, R. M., D. Burgstahler y L. A. Daley. "Evidence of the Relationships between Earnings and Various Measures of Cash Flow." *The Accounting Review* 61, 1986, pp. 713-25.

Bowman, R. G. "The Theoretical Relationship between Systematic Risk and Financial Variables." *Journal of Finance,* junio de 1979, pp. 617-30.

Brealey, R. y S. Myers. *Principles of Corporate Finance,* 5ª. edición, McGraw-Hill, NY, 1996.
Brown, L. y J. Han. "Do Stock Prices Reflect the Implications of Current Earnings for Future Earnings for ARI Firms?" *Journal of Accounting Research.*
Bulow, Jeremy. "What Are Corporate Pension Liabilities?" *Quarterly Journal of Economics,* agosto de 1982, pp. 435-42.
Burgstahler, D. e I. Dichev. "Earnings Management to Avoid Earnings Decreases and Losses." *Journal of Accounting and Economics* 24, 1997, pp. 99-126.
Burgstahler D. e I. Dichev. "Earnings, Adaptation, and Equity Value." *The Accounting Review* 72, 1997, pp. 187-215.
Burgstahier, D., J. Jiambalvo e Y. Pyo. "The Informativeness of Cash Flows for Future Cash Flows." Documento de trabajo, 1998, University of Washington.
"Business Combinations Prior to an Initial Public Offering and Determination of the Acquiring Corporation." *SEC Staff Accounting Bulletin* 97, Washington DC, SEC, 1996.

Callen, J. L., J. Livnat y S. Ryan. "Capital Expenditures: Value Relevance and Fourth Quarter Effects." *The Journal of Financial Statement Analysis,* primavera de 1996, pp. 13-24.
Carhart, M. "On the Persistence of Mutual Fund Performance." *Journal of Finance* 52, 1997, pp. 57-73.
Chaney, P., C. Hogan y D. Jeter. "The Effect of Reporting Restructuring Charges on Analysts' Forecast Revisions and Errors." *Journal of Accounting and Economics* 27, 1999, pp. 261-84.
Chaney, P. K. y D. C. Jeter. "The Effect of Deferred Taxes on Security Prices." *Journal of Accounting, Auditing and Finance* 9, l994, pp. 9l-ll6.
Chen, K. y J. Wei. "Creditors' Decisions to Waive Violations of Accounting-Based Debt Covenants." *The Accounting Review,* abril de 1993, pp. 2l8-32.
Chen, Kung H. y Thomas A. Shimerda. "An Empirical Analysis of Useful Financial Ratios." *Financial Management,* primavera de 1981, pp. 51-60.
Cheng, C. S. A., C. Lui y T. F. Schaefer. "The Value-Relevance of SFAS No. 95 Cash Flows from Operations as Assessed by Security Market Effects." *Accounting Horizons* 11, 1997, pp. 1-15.
Choi, B., D. W. Collins y W. B. Johnson. "Valuation Implications of Reliability Differences: The Case of Nonpension Postretirement Obligations." *Accounting Review* 72, 1997, pp. 351-83.
Coller, M. y J. L. Higgs. "Firm Valuation and Accounting for Employee Stock Options." *Financial Analyst Journal* 53, 1997, pp. 26-34.
Collins, D. W. "Predicting Earnings with Subentity Data: Some Further Evidence." *Journal of Accounting Research,* primavera de 1976, pp. 163-77.
Collins, D. W. y S. P. Kothari. "An Analysis of intertemporal and Cross-Sectional Determinants of Earnings Response Coefficients." *Journal of Accounting and Economics* 11, 1989, pp. 143-81.
Collins, D. W., S. P. Kothari y J. Rayburn. "Firm Size and the Information Content of Prices with Respect to Earnings." *Journal of Accounting and Economics,* marzo de 1987.
Collins, D. W., E. L. Maydew e I. S. Weiss. "Changes in the Value-Relevance of Earnings and Book Values over the Past Forty Years." *Journal of Accounting and Economics* 24, 1997, pp. 39-67.
Collis, David J. y Cynthia Montgomery. *Corporate Strategy: Resources and the Scope of the Firm.* Burr Ridge, IL, Irwin/McGraw-Hill, 1997.
"Consolidated Financial Statements: Policy and Procedures." *FASB Exposure Draft.* Norwalk, CT: Financial Accounting Standards Board, 1996.
"Consolidation of Special-Purpose Entities under FAS 12 5." *EITF Report 96-20.* Norwalk, CT: Financial Accounting Standards Board, 1996.
Copeland, R. M. y M. L. Moore. "The Financial Bath: Is It Common?" *MSU Business Topics,* otoño de 1972, pp. 63-69.
Copeland, T., T. Koller y J. Murrin. *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies,* 2ª. edición. Nueva York, John Wiley and Sons, 1996.
Cushing, B. E. y M. J. LeClere. "Evidence on the Determinants of Inventory Accounting Policy Choice." *The Accounting Review,* abril de 1992, pp. 355-66.

Davis, H. Z. y Y. C. Peles. "Measuring Equilibrating Forces of Financial Ratios." *The Accounting Review,* octubre de 1993, pp. 725-47.
Davis, Harry Z., Nathan Kahn y Etzmun Rosen. "LIFO Inventory Liquidations: An Empirical Study." *Journal of Accounting Research,* otoño de 1984, pp. 480-96.
Davis, M. L. "Differential Market Reaction to Pooling and Porchase methods" The Accouting Review, julio de 1990, 696-709.
DeBondt, W. y R. Thaler. "Further Evidence of Investor Overreaction and Stock Market Seasonality." *Journal of Finance* 42, 1987, pp. 557-81.
Dechow, P. M. "Accounting Earnings and Cash Flows as Measures of Firm Performance: The Role of Accounting Accruals." *Journal of Accounting and Economics* 18, 1994, pp. 3-42.
Dechow, P. M., S. P. Kothari y R. L. Watts. "The Relation between Earnings and Cash Flows." *Journal of Accounting and Economics* 25, 1998, pp. 133-68.
"Derivatives and Hedging: Questions, Answers, and Illustrative Examples." *FASB Staff Paper.* Norwalk, CT: Financial Accounting Standards Board, 1996.
Dhaliwal, D., D. Guenther y M. Trombley. "Inventory Accounting Method and Earnings-Price Ratios." *Contemporary Accounting Research.*
Dhaliwal, D., K. R. Subramanyam y R. Trezevant. "Is Comprehensive Income Superior to Net Income as a Measure of Firm Performance?" *Journal of Accounting and Economics* 26*,* 2000, pp. 43-67.
Dhaliwal, Dan S. "Measurement of Financial Leverage in the Presence of Unfunded Pension Liabilities." *The Accounting Review,* octubre de 1986, pp. 651-61.
Dharan, B. y B. Lev. "The Valuation Consequences of Accounting Changes: A Multiyear Examination." *Journal of Accounting, Auditing, and Finance* 8, 1993, pp. 475-94.
"Disclosure of Accounting Policies for Derivative Financial Instruments and Derivative Commodity Instruments and Disclosure of Quantitative and Qualitative Information about Market Risk Inherent in Derivative Financial Instruments." *SEC Release 33-7386.* Washington, DC, SEC, 1997.
"Disclosure of Information about Capital Structure." *Statement of Financial Accounting Standards No. 129.* Norwalk, CT, 1997.
Dopuch, N. y M. Pincus. "Evidence of the Choice of Inventory Accounting Methods: LIFO versus FIFO." *Journal of Accounting Research,* primavera de 1988, pp. 28-59.
Duke. J. C. y H. G. Hunt. "An Empirical Examination of Debt Covenant Restrictions and Accounting-Related Debt Proxies." *Journal of Accounting and Economics,* enero de 1990, pp. 45-63.
Dukes, R. E. "An Investigation of the Effects of Expensing Research and Development Costs on Security Prices." En *Proceedings of the Conference on Topical Research in Accounting,* compiladores M. Schiffand y G. Sorter, Nueva York, Ross Institute of Accounting Research, New York University, 1976.
Dunne, K. M. "An Empirical Analysis of Management's Choice of Accounting Treatment for Business Combinations." *Journal of Accounting and Public Policy,* julio de 1990, pp. 111-33.
Durkee, D. A., J. E. Groff y J. R. Boatsman. "The Effect of Costly vs. Costless Pension Disclosure on Common Share Prices: The Case of SFAS 36." *Journal of Accounting Literature 7,* 1988, pp. 180-96.

"Earnings per Share." *Statement of Financial Accounting Standards No. 128.* Norwalk, CT, 1997.
Easton, P. D. y T. S. Harris. "Earnings as an Explanatory Variable for Returns." *Journal of Accounting Research,* primavera de 1991, pp. 19-36.
Easton, P. D., T. S. Harris y J. A. Ohlson. "Accounting Earnings Can Explain Most of Security Returns: The Case of Long Event Windows." *Journal of Accounting and Economics,* junio-septiembre de 1992, pp. 119-42.

Easton, Peter D., Trevor Harris y James Ohlson. "Aggregate Accounting Earnings Can Explain Most of Security Returns: The Case of Long Run Intervals." *Journal of Accounting and Economics,* junio-septiembre de 1992, pp. 119-42.

Eccher, E. A., K. Ramesh y S. R. Thiagarajan. "Fair Value Disclosures by Bank Holding Companies." *Journal of Accounting and Economics* 22, 1996, pp. 79-117.

Elam, Rick. "The Effect of Lease Data on the Predictive Ability of Financial Ratios." *The Accounting Review,* enero de 1975, pp. 25-53.

El-Gazzar, S. M., S. Lilien y V. Pastena. "Accounting for Leases by Lessees." *Journal of Accounting and Economics,* octubre de 1986, pp. 217-37.

Elliott, J. y D. Hanna. "Repeated Accounting Write-Offs and the Information Content of Earnings." *Journal of Accounting Research Supplement* 34, 1996, pp. 135-55.

Elliott, J. A. y W. H. Shaw. "Write-Offs as Accounting Procedures to Manage Perceptions." *Journal of Accounting Research,* suplemento 1988, pp. 91-119.

Elliott, John A. y Donna R. Philbrick. "Accounting Changes and Earnings Predictability." *The Accounting Review,* enero de 1990, pp.157-74.

Ely, K. y G. Waymire. "Accounting Standard-Setting Organizations and Earnings Relevance: Longitudinal Evidence from NYSE Common Stocks 1927-93." *Journal of Accounting Research* 37, 1999, pp. 293-317.

Emery, G. W. y K. O. Cogger. "The Measurement of Liquidity." *Journal of Accounting Research,* otoño de 1982, pp. 290-303.

"Employers' Accounting for Postemployment Benefits." *Statement of Financial Accounting Standards No. 112.* Norwalk, CT: Financial Accounting Standards Board, 1992.

Fairfield, P. "P/E, P/B and the Present Value of Future Dividends." *Financial Analysts Journal,* julio-agosto de 1994, pp. 23-31.

Fairfield, P. M., R. J. Sweeney y T. L. Yohn. "Accounting Classification and the Predictive Content of Earnings." *The Accounting Review,* julio de 1996, pp. 337-56.

Fairfield, P. M., R. J. Sweeney y T. L. Yohn. "Non-Recurring Items and Earnings Predictions." *The Journal of Financial Statement Analysis,* verano de 1996, pp. 30-40.

Fama, E. "Efficient Markets: II." *Journal of Finance* 46, 1991, pp. 1575-617.

Fama, E. "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work." *Journal of Finance,* 1970.

Fama, E. y K. French. "Forecasting Profitability and Earnings." *Journal of Business,* 2000.

Fama, E. y K. French. "Size and Book-to-Market Factors in Earnings and Returns." *Journal of Finance* 50, 1995, pp. 131-56.

Fama, E. y K. French. "Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds." *Journal of Financial Economics* 33, 1993, pp. 3-56.

Fama, E. y K. French. "The Cross-Section of Expected Stock Returns." *Journal of Finance* 47, 1992, pp. 427-65.

Feltham, J. y J. A. Ohlson. "Valuation and Clean Surplus Accounting for Operating and Financial Activities." *Contemporary Accounting Research,* primavera de 1995, pp. 689-731.

Fesler, R. D. "Disclosure of Litigation Contingencies." *Journal of Accountancy,* julio de 1990, p. 15.

Finger, C. "The Ability of Earnings to Predict Future Earnings and Cash Flow." *Journal of Accounting Research* 32, 1994, pp. 210-23.

Francis, J., D. Hanna y L. Vincent. "Causes and Consequences of Discretionary Asset Write-Offs." *Journal of Accounting Research,* suplemento, 1996, pp. 117-34.

Francis, J., P. Olsson y D. Oswald. "Comparing the Accuracy and Explainability of Dividends, Cash Flows, and Abnormal Earnings Equity Valuation Models." Documento de trabajo, 1997, University of Chicago.

Francis, J. y K. Schipper. "Have Financial Statements Lost Their Relevance?" *Journal of Accounting Research* 37, 1999, pp. 319-52.

Freeman, R., J. Ohlson y S. Penman. "Book Rate-of-Return and Prediction of Earnings Changes: An Empirical Investigation." *Journal of Accounting Research* 20, 1982, pp. 639-53.

Freeman, R. N. "The Association between Accounting Earnings and Security Returns for Large and Small Firms." *Journal of Accounting and Economics,* julio de 1987, pp. 195-228.

Fried, D. y D. Givoly, "Financial Analysts' Forecasts of Earnings: A Better Surrogate for Market Expectations." *Journal of Accounting and Economics,* octubre de 1982, pp. 85-108.

Fried, D., M. Schiff y A. C. Sondhi. *Impairments and Writeoffs of Long-Lived Assets.* Montvale, NJ, National Association of Accountants, 1989.

Gaver, J. J., K. M. Gaver y J. R. Austin. "Additional Evidence on the Association between Income Management and Earnings-Based Bonus Plans." *Journal of Accounting and Economics,* febrero de 1995, pp. 3-28.

Gentry, J. A., P. Newbold y D. Whitford. "Classifying Bankrupt Firms with Funds Flow Components." *Journal of Accounting Research,* primavera de 1985, pp. 146-60.

Gibbons, M. R. y P. Hess. "Day of the Week Effects and Asset Returns." *Journal of Business* 54, 1981, pp. 579-96.

Gill, S., R. Gore y L. Rees. "An Investigation of Asset Writedowns and Concurrent Abnormal Accruals." *Journal of Accounting Research,* suplemento 1997.

Ginay, W. "The Impact of Derivatives on Form Risk: An Examination of New Derivative Users." *Journal of Accounting and Economics* 26, 1999.

Givoly, D. y C. Hayn. "The Valuation of the Deferred Tax Liability: Evidence from the Stock Market." *The Accounting Review,* abril de 1992, pp. 394-410.

Givoly, D. y C. Hayn. "Transitory Accounting Items: Information Content and Earnings Management." Tel Aviv University y Northwestern University, 1993.

Gombola, M. F., M. E. Haskins, J. E. Katz y D. D. Williams. "Cash Flow in Bankrupt Prediction." *Financial Management,* invierno de 1987.

Gopalakrishnan, V. "The Effect of Cognition vs. Disclosure on Investor Valuation: The Case of Pension Accounting." *Review of Quantitative Finance and Accounting* 4, 1994, pp. 383-96.

Gopalakrishnan, V. y T. F. Sugrue. "An Empirical Investigation of Stock Market Valuation of Corporate Projected Pension Liabilities." *Journal of Business Finance and Accounting* 20, septiembre de 1993, pp. 711-24.

Greenstein, M. M. y H. Sami. "The Impact of the SEC's Segment Disclosure Requirement on Bid-Ask Spreads." *The Accounting Review,* enero de 1994, pp. 179-99.

Guenther, D. A., E. L. Maydew y S. E. Nutter. "Financial Reporting, Tax Costs, and Book-Tax Conformity." *Journal of Accounting and Economics* 23, 1997, pp. 225-48.

Guenther, D. A. y M. A. Trombley. "The 'LIFO Reserve' and the Value of the Firm: Theory and Empirical Evidence." *Contemporary Accounting Research,* primavera de 1994, pp. 433-52.

Hackel, K. S. y J. Livnat. *Cash Flow and Security Analysis,* 2ª. edición. Homewood, IL, Business One-Irwin, 1995.

Hagerman, R. L., M. E. Zmijewski y P. Shah. "The Association Between the Magnitude of Quarterly Earnings Forecast Errors and Risk-Adjusted Stock Returns." *Journal of Accounting Research,* otoño de 1984, pp. 526-40.

Han, Jerry C. Y. y John J. Wild. "Timeliness of Reporting and Earnings Information Transfers." *Journal of Business Finance and Accounting* 24, números 3-4, abril de 1997, pp. 527-40.

Han, Jerry C. Y. y John J. Wild. "Stock Price Behavior Associated with Managers' Earnings and Revenue Forecasts." *Journal of Accounting Research* 29, núm. 1, primavera de 1991, pp. 79-95.

Han, Jerry C. Y. y John J. Wild. "Unexpected Earnings and Intra-Industry Information Transfers: Further Evidence." *Journal of Accounting Research* 28, núm. 1, primavera de 1990, pp. 211-19.

Han, Jerry C. Y., John J. Wild y K. Ramesh. "Managers' Earnings Forecasts and Intra-Industry Information Transfers." *Journal of*

Accounting and Economics 11, núm. 1, febrero de 1989, pp. 3-33.
Hand, J. "Resolving LIFO Uncertainty–A Theoretical and Empirical Reexamination of 1974-1975 LIFO Adoptions and Non-adoptions." *Journal of Accounting Research,* primavera de 1993, pp. 21-49.
Harris, T. S. y J. A. Ohlson. "Accounting Disclosures and the Market's Valuation of Oil and Gas Properties." *Accounting Review* 62, 1987, pp. 651-70.
Hawkins, D. F. y W. J. Campbell. *Equity Valuation: Models, Analysis and Implications.* Nueva York, Financial Executives Research Foundation, 1978.
Hayn, C. "The Information Content of Losses." *Journal of Accounting and Economics* 20, 1995, pp. 125-53.
Healy, P. "The Effect of Bonus Schemes on Accounting Decisions." *Journal of Accounting and Economics 7,* 1985, pp. 85-107.
Healy, P., S. Myers y C. Howe. "R&D Accounting and the Tradeoff between Relevance and Objectivity." Documento de trabajo, 1999, Massachusetts Institute of Technology.
Heian, J. B. y B. Thies. "Consolidation of Finance Subsidiaries: $230 Billion in Off-Balance-Sheet Financing Comes Home to Roost." *Accounting Horizons,* marzo de 1989, pp. 1-9.
Henning, S. L. y T. Stock. "The Value-Relevance of Goodwill Write-Offs." Documento de trabajo sin publicar, 1997, Southern Methodist University.
Hickman, W. B. *Corporate Bond Quality and Investor Experience.* Princeton, NJ, Princeton University Press, 1958.
Hicks, J. R. *Value and Capital,* 2ª. edición. Oxford, Chaundon Press, 1946.
Holthausen, R. W. "Evidence on the Effect of Bond Covenants and Management Compensation Contracts on the Choice of Accounting Techniques: The Case of the Depreciation Switch-Back." *Journal of Accounting and Economics* 3, 1981, pp. 73-79.
Holthausen, R. W., D. F. Larcker y R. G. Sloan. "Annual Bonus Schemes and the Manipulation of Earnings." *Journal of Accounting and Economics* 19, 1995, pp. 29-74.
Holthausen, R. W. y K. Palepu. "Research Investigating the Economic Consequences of Accounting Standards." Documento de trabajo sin publicar, 1995, University of Pennsylvania.
Hong, H., R. S. Kaplan y G. Mandeiker. "Pooling vs. Purchase: The Effects of Accounting for Mergers on Stock Prices." *The Accounting Review,* enero de 1978, pp. 31-47.
Hopwood, W., P. Newbold y P. A. Silhan. "The Potential for Gains in Predictive Ability Through Disaggregation: Segmented Annual Earnings." *Journal of Accounting Research,* otoño de 1982, pp. 724-32.

Imhoff, E. A., Jr. y J. K. Thomas. "Economic Consequences of Accounting Changes: The Lease Disclosure Rule Change." *Journal of Accounting and Economics,* diciembre de 1988, pp. 277-310.
"Impact of FASB Statement No. 125, Accounting for Transfers and Servicing of Financial Assets and Extinguishments of Liabilities, on EITF Issues." *FASB Staff Paper.* Norwalk, CT, Financial Accounting Standards Board, 1996.

Jennings, R., D. Mest y R. B. Thompson. "Investor Reaction to Disclosures of 1974-75 LIFO Adoption Decisions." *The Accounting Review,* abril de 1992, pp. 337-54.
Jennings, R., J. Robinson, R. B. Thompson II y L. Duvall. "The Relation between Accounting Goodwill Numbers and Equity Values." *Journal of Business, Finance and Accounting,* junio de 1996, pp. 513-34.
Jennings, R., P. Simko y R. Thompson. "Does LIFO Inventory Accounting Improve the Income Statement at the Expense of the Balance Sheet?" *Journal of Accounting Research* 34, núm. 1, 1996.
Johnson, W. B. y D. S. Dhaliwal. "LIFO Abandonment." *Journal of Accounting Research,* otoño de 1988, pp. 236-72.

Kang, S. "A Conceptual Framework for the Stock Price Effect of LIFO Tax Benefits." *Journal of Accounting Research,* primavera de 1993, pp. 50-61.
Kang, S. y K. Sivaramakrishnan. "Issues in Testing Earnings Management and an Instrumental Variable Approach." *Journal of Accounting Research* 33, 1995, pp. 353-67.
Kim, M. y G. Moore. "Economic vs. Accounting Depreciation." *Journal of Accounting and Economics,* abril de 1988, pp. 111-25.
Kimmel, P. y T. D. Warfield. "The Usefulness of Hybrid Security Classifications-Evidence from Redeemable Preferred Stock." *The Accounting Review,* enero de 1995, pp. 151-67.
Kimmel, P. y T. D. Warfield. "Variation in Attributes of Redeemable Preferred Stock: Implications for Accounting Standards." *Accounting Horizons,* junio de 1993, pp. 30-40.
Kinney, M. y R. H. Trezevant. "Taxes and the Timing of Corporate Capital Expenditures." *The Journal of the American Taxation Association,* 1993, pp. 40-62.
Klammer, T. P. y S. A. Reed. "Operating Cash Flow Formats: Does Format Influence Decisions?" *Journal of Accounting and Public Policy,* 1990, pp. 217-35.
Kleim, D. B. "Size Related Anomalies and Return Seasonality: Further Empirical Evidence." *Journal of Financial Economics* 12, 1983, pp. 13-32.
Kormendi, R. y R. Lipe. "Earnings Innovations, Earnings Persistence, and Stock Returns." *Journal of Business* 60, julio de 1987, pp. 323-45.
Kothari, S. y J. Zimmerman. "Price and Return Models." *Journal of Accounting and Economics* 20, 1995, pp. 155-92.
Kothari, S. P. "Capital Markets Research in Accounting." Documento de trabajo sin publicar, Massachusetts Institute of Technology.
Kross, W. y D. Schroeder. "Firm Prominence and the Differential Information Content of Quarterly Earnings Announcements." *Journal of Business, Finance and Accounting,* primavera de 1989, pp. 55-74.
Kwon, Sung S. y John J. Wild. "The Informativeness of Annual Reports for Firms in Financial Distress." *Contemporary Accounting Research* 11, núm. l-II, otoño de 1994, pp. 331-51.

Lakonishok. J., A. Shleifer y R. W. Vishny, "Contrarian Investment, Extrapolation and Risk." *Journal of Finance* 49, pp. 1541-578.
Lakonishok, J. y S. Smidt. "Are Seasonal Anomalies Real? A Ninety Year Perspective." *Review of Financial Studies* 1, 1988, pp. 435-55.
Landsman, W. "An Empirical Investigation of Pension and Property Rights." *The Accounting Review,* octubre de 1986, pp. 662-91.
Lasman, D. A. y R. L. Weil. "Adjusting the Debt-Equity Ratio." *Financial Analysts Journal,* septiembre-octubre de 1978, pp. 49-58.
Lee, C. "Accounting-Based Valuation: A Commentary." *Accounting Horizons* 13, 1999, pp. 413-25.
Lee, C. "Inventory Accounting and Earnings/Price Ratios: A Puzzle." *Contemporary Accounting Research* 26, 1988, pp. 371-88.
Lee, C., J. Myers y B. Swaminathan. "What Is the Intrinsic Value of the Dow?" *Journal of Finance* 54, 1999, pp. 1693-742.
Lee, C., A. Shleifer y R. Thaler. "Investor Sentiment and the Closed-End Fund Puzzle." *Journal of Finance* 14, 1991, pp. 75-109.
Leftwich, R. W. "Accounting Information in Private Markets: Evidence from Private Lending Agreements." *The Accounting Review* 63, enero de 1983, pp. 23-42.
Lev, B. "On the Association between Operating Leverage and Risk." *Journal of Financial and Quantitative Analysis,* 1974, pp. 627-41.
Lev, B. y T. Sougiannis. "The Capitalization, Amortization, and Value-Relevance of R&D." *Journal of Accounting and Economics,* febrero de 1996, pp. 107-38.
Lev, B. y S. R. Thiagarajan. "Fundamental Information Analysis." *Journal of Accounting Research* 31, otoño 1993, pp. 190-215.
Lev, B. y P. Zarowin. "The Boundaries of Financial Reporting and How to Extend Them." *Journal of Accounting Research* 37, 1999, pp. 353-86.
"Liability Recognition for Certain Employee Termination Benefits and Other Costs to Exit an Activity (Including Certain Costs Incurred in a Restructuring)." *EITF94-3.* Norwalk, CT, Financial Accounting Standards Board, 1994.

Lin, H. y M. McNichols. "Underwriting Relationships and Analysts' Earnings Forecasts and Investment Recommendations." *Journal of Accounting and Economics* 25, 1998, pp. 101-27.

Lipe, R. C. "The Information Contained in the Components of Earnings." *Journal of Accounting Research,* suplemento 1986, pp. 37-64.

Liu, C., J. Livnat y S. G. Ryan. "Forward-Looking Financial Information: The Order Backlog as a Predictor of Future Sales." *The Journal of Financial Statement Analysis,* otoño de 1996, pp. 89-99.

Livnat, J. y P. Zarowin. "The Incremental Information Content of Cash-Flow Components." *Journal of Accounting and Economics* 25, 1990, pp. 133-68.

Lys, T. y L. Vincent. "An Analysis of Value Destruction at AT&T's Acquisition of NCR." *Journal of Financial Economics* 39, 1995, pp. 353-78.

Lys, T. Z. "Abandoning the Transactions-Based Accounting Model: Weighing the Evidence." *Journal of Accounting and Economics* 22, 1996, pp. 155-75.

Maikiel, B. *A Random Walk Down Wall Street.* J. B. Norton and Co, 1999.

Mandelker, G. M. y S. G. Rhee. "The Impact of the Degrees of Operating and Financial Leverage on Systematic Risk of Common Stock." *Journal of Financial and Quantitative Analysis,* marzo de 1984, pp. 45-57.

Martin, L. G. y G. V. Henderson. "On Bond Ratings and Pension Obligations: A Note." *Journal of Financial and Quantitative Analysis,* diciembre de 1983, pp. 463-70.

McConnell, J. J. y C. J. Muscarella. "Corporate Capital Expenditure Decisions and the Market Value of the Firm." *Journal of Financial Economics,* 1985, pp. 399-422.

McNichols, L. y P. Wilson. "Evidence of Earnings Management from the Provision of Bad Debts." *Journal of Accounting Research Supplement* 26, 1988, pp. 1-31.

Mellman, M. y L. A. Bernstein. "Lease Capitalization under APB Opinion No. 5." *The New York Certified Public Accountant,* febrero de 1966, pp. 115-22.

Mendenhall, R. "Evidence on the Possible Underweighting of Earnings Related Information." *Journal of Accounting Research,* primavera de 1991, pp. 170-79.

Mikhail, M., B. Walther y R. Willis. "Does Forecast Accuracy Matter to Security Analysts?" *The Accounting Review* 74, 1999, pp. 185-200.

Mittelstaedt, H. F., W. D. Nichols y P. R. Regier. "SFAS No. 106 and Benefit Reduction in Employer-Sponsored Retiree Health Care Plans." *The Accounting Review,* octubre de 1995, pp. 535-56.

Mittelstaedt, H. F. y M. J. Warshawski. "The Impact of Liabilities for Retiree Health Benefits on Share Prices." *Journal of Risk and Insurance* 60, 1993, pp. 13-35.

Mohrman, M. B. "The Use of Fixed GAAP Provisions in Debt Contracts." *Accounting Horizons,* septiembre de 1996, pp. 78-91.

Morck, R., A. Shleifer y R. W. Vishny. "Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions?" *Journal of Finance,* marzo de 1990, pp. 31-48.

Moses, D. "Income Smoothing and Incentives: Empirical Tests Using Accounting Changes." *The Accounting Review,* abril de 1987, pp. 358-77.

Mulford, C. W. "The Importance of a Market Value Measurement of Debt in Leverage Ratios: Replications and Extensions." *Journal of Accounting Research,* otoño de 1985, pp. 897-906.

Murdoch, B. "The Information Content of FAS 33 Returns on Equity." *The Accounting Review,* abril de 1986, pp. 273-87.

Nakayama, M., S. Lilien y M. Benis. "Due Process and FAS No. 13." *Management Accounting,* abril de 1981, pp. 49-53.

Nathan, K. "Do Firms Pay to Pool? Some Empirical Evidence." *Journal of Accounting and Public Policy* 7, 1988, pp. 185-200.

Nissim, D. y S. Penman. Manuscrito sin publicar, marzo de 2001.

Noe, C. "Voluntary Disclosures and Insider Transactions." *Journal of Accounting and Economics* 27, 1999, pp. 305-26.

Ohlson, J. A. "Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation." *Contemporary Accounting Research,* primavera de 1995, pp. 661-87.

Ohlson, J. A. y B. E. Juettuer-Nauroth. "Expected EPS and EPS Growth as Determinants of Value." Documento de trabajo, septiembre de 2000.

Ou, J. A. y S. H. Penman. "Accounting Measurement, Price-Earnings Ratio, and the Information Content of Security Prices." *Journal of Accounting Research,* suplemento 1989, pp. 111-44.

Ou, J. A. y S. H. Penman. "Financial Statement Analysis and the Prediction of Stock Returns." *Journal of Accounting and Economics,* noviembre de 1989, pp. 295-329.

Penman, S. "The Articulation of Price-Earnings Ratios and Market-to-Book Ratios and the Evaluation of Growth." *Journal of Accounting Research,* otoño de 1996, pp. 235-59.

Penman, S. y T. Sougiannis. "A Comparison of Dividend, Cash Flow, and Earnings Approaches to Equity Valuation." Documento de trabajo, 1995, University of California at Berkeley.

Penman, S. H. "Return to Fundamentals." *Journal of Accounting, Auditing and Finance,* otoño de 1992, pp. 465-83.

Penman, S. H. "An Evaluation of Accounting Rate-of-Return." *Journal of Accounting, Auditing and Finance,* primavera de 1991, pp. 233-55.

Pfeiffer, R. J., P. T. Elgers, M. H. Lo y L. L. Rees. "Additional Evidence on the Incremental Information Content of Cash Flows and Accruals: The Impact of Errors in Measuring Market Expectations." *The Accounting Review* 73, julio de 1998, pp. 373-86.

Philbrick, D. y W. Ricks. "Using Value Line and IBES Analyst Forecasts in Accounting Research." *Journal of Accounting Research* 29, 1991, pp. 397-417.

Porter, Michael E. *Competitive Advantage: Creating and Sustaining Superior Performance.* Nueva York, The Free Press, 1985.

Porter, Michael E. *Competitive Strategy,* Nueva York, The Free Press, 1980.

Pourciau, S. "Earnings Management and Nonroutine Executive Changes." *Journal of Accounting and Economics* 16, 1993, pp. 317-36.

Pownall, G., C. Wasley y G. Waymire. "The Stock Price Effects of Alternative Types of Management Earnings Forecasts." *The Accounting Review* 68, 1993, pp. 896-912.

Press, E. G. y J. B. Weintrop. "Accounting-Based Constraints in Public and Private Debt Agreements." *Journal of Accounting and Economics,* enero de 1990, pp. 65-95.

Ramakrishnan, R. y R. Thomas. "Valuation of Permanent, Transitory, and Price-Irrelevant Components of Reported Earnings." *Journal of Accounting and Finance* 13, 1998.

Ramakrishnan, R. y R. Thomas. "What Matters from the Past: Market Value, Book Value, or Earnings? Earnings Valuation and Sufficient Statistics for Prior Information." *Journal of Accounting and Finance* 7, 1992, pp. 423-64.

Rayburn J. "The Association of Operating Cash Flow and Accruals with Security Returns." *Journal of Accounting Research* 24, suplemento 1986, pp. 112-33.

"Recognition of Liabilities in Connection with a Purchase Business Combination." *EITF 95-3.* Norwalk, CT, Financial Accounting Standards Board, 1994.

Rees, L. y P. Elgers. "The Market's Valuation of Nonreported Accounting Measures: Retrospective Reconciliations of non-U.S. and U.S. GAAP." *Journal of Accounting Research* 35, 1997, pp. 115-27.

Reeve, J. H. y K. G. Stanga. "The LIFO Pooling Decision: Some Empirical Results from Accounting Practices." *Accounting Horizons,* marzo de 1987, pp. 25-34.

Reilly, F. K. "Using Cash Flows and Financial Ratios to Predict Bankruptcies." *Analyzing Investment Opportunities in Distressed and Bankrupt Companies.* Charlottesville, VA. The Institute of Chartered Financial Analysts, 1991.

Reinganum, M. R. "Misspecification of Capital Asset Pricing: Empirical Anomalies Based on Earnings Yields and Market Values." *Journal of Financial Economics* 9, 1981, pp. 19-46.

Robinson, J. R. y P. B. Shane. "Acquisition Accounting Method and Bid Premia for Target Firms." *The Accounting Review,* enero de 1990, pp. 25-48.

Schipper, K. "Commentary on Earnings Management." *Accounting Horizons* 3, 1989, pp. 91-102.

Schrand, C. M. "The Association between Stock-Price Interest Rate Sensitivity and Disclosures about Derivative Instruments." *Accounting Review* 72, 1997, pp. 87-109.

Selling, T. I. y C. P. Stickney. "Disaggregating the Rate of Return on Common Shareholders' Equity: A New Approach." *Accounting Horizons,* diciembre de 1990, pp. 9-17.

Shevlin, T. "The Valuation of R&D Firms with R&D Limited Partnerships." *The Accounting Review* 66, enero de 1991, pp. 1-21.

Shevlin, T. J. "Taxes and Off-Balance-Sheet Financing: Research and Development Limited Partnerships." *The Accounting Review,* julio de 1987, pp. 480-509.

Shiller, R. J. *Market Volatility.* Cambridge, Massachusetts, The MIT Press, 1989.

Skinner, D. J. "How Well Does Net Income Measure Firm Performance? A Discussion of Two Studies." *Journal of Accounting and Economics* 22, 1999, pp. 105-11.

Skinner, D. J. "Are Disclosures about Bank Derivatives and Employee Stock Options 'Value-Relevant'?" *Journal of Accounting and Economics* 22, 1996, pp. 393-405.

Skinner, R. C. "Fixed Asset Lives and Replacement Cost Accounting." *Journal of Accounting Research,* primavera de 1982, pp. 210-26.

Sloan, R. "Do Stock Prices Fully Reflect Information in Accruals and Cash Flows about Future Earnings?" *The Accounting Review* 71, julio de 1996, pp. 289-315.

Smith, C. y L. M. Wakeman. "Determinants of Corporate Leasing Policy." *Journal of Finance,* julio de 1985, pp. 895-908.

Smith, C. y J. B. Warner. "On Financial Contracting: An Analysis of Bond Covenants." *Journal of Financial Economics,* junio de 1979, 117-61.

Soffer, L. y T. Lys. "Post-Earnings Announcement Drift and the Dissemination of Predictable Information." *Contemporary Accounting Research* 16, 1999, pp. 305-31.

Sougiannis, T. "The Accounting Based Valuation of Corporate R&D." *The Accounting Review* (enero de 1994), pp. 44-68.

Stewart, G. III. *The Quest for Value.* Nueva York, Harper Business, 1991.

Stickel, S. E. "The Effect of Value Line Investment Survey Rank Changes on Common Stock Prices." *Journal of Financial Economics* 14, 1985, pp. 121-44.

Stober, T. L. "The Incremental Information Content of Financial Statement Disclosures: The Case of LIFO Liquidations." *Journal of Accounting Research,* suplemento 1986, pp. 138-60.

"Streamlining Disclosure Requirements Relating to Significant Business Acquisitions." *SEC Release 33-7355.* Washington, DC, SEC, 1996.

Subramanyam, K. "The Pricing of Discretionary Accruals." *Journal of Accounting and Economics* 22, 1996, pp. 249-81.

Subramanyam, K. "Uncertain Precision and Price Reaction to Information." *The Accounting Review* 71, 1996, pp. 207-20.

Subramanyam, K. R. y J. J. Wild. "Going Concern Status, Earnings Persistence, and Informativeness of Earnings." *Contemporary Accounting Research* 13, núm. 1 (primavera de 1996), pp. 251-73.

Swaminathan, S. "The Impact of SEC Mandated Segment Data on Price Variability and Divergence of Beliefs." *The Accounting Review,* enero de 1991, pp. 23-41.

Sweeney, A. P. "Debt-Covenant Violations and Managers' Accounting Responses." *Journal of Accounting and Economics* 17, 1994, pp. 281-308.

Teoh, S., I. Welch y T. Wong. "Earnings Management and the Long-Run Underperformance of Seasoned Equity Offerings." *Journal of Financial Economics* 50, 1998, pp. 63-100.

Teoh, S. H., I. Welch y T.J. Wong. "Earnings Management and the Long-Run Performance of IPOs." *Journal of Finance* 53, 1998, pp. 1935-974.

"The Valuation of R&D Firms with R&D Limited Partnerships." *The Accounting Review,* enero de 1991, pp. 1-22.

Thomas, J. K. "Why Do Firms Terminate Their Overfunded Pension Plans?" *Journal of Accounting and Economics,* noviembre de 1989, pp. 361-98.

Trombley, M. A. y D. A. Guenther. "Should Earnings and Book Values Be Adjusted for LIFO?" *The Journal of Financial Statement Analysis,* otoño de 1995, pp. 26-32.

Tse, S. "LIFO Liquidations." *Journal of Accounting Research,* primavera de 1990, pp. 229-38.

Venkatachalam, M. "Value-Relevance of Banks' Derivatives Disclosures." *Journal of Accounting and Economcs* 22, 1996, pp. 327-55.

Vigeland, R. L. "The Market Reaction to Statement of Financial Accounting Standards No. 2." *The Accounting Review,* abril de 1981, pp. 309-25.

Vincent, L. "Equity Valuation Implications of Purchase versus Pooling Accounting." *Journal of Financial Statement Analysis* 2, 1997, pp. 5-20.

Warfield, T., J. J. Wild y K. L. Wild. "Managerial Ownership, Accounting Choices, and Informativeness of Earnings." *Journal of Accounting and Economics* 20, julio de 1995, pp. 61-91.

Warfield, T. D. y J. J. Wild. "Accounting Recognition and the Relevance of Earnings as an Explanatory Variable for Returns." *The Accounting Review* 67, octubre de 1992, pp. 821-42.

Whisenant, J. S. "Does Fundamental Analysis Produce More Value-Relevant Summary Measures?" Documento de trabajo sin publicar, 1998, Georgetown University.

Wild, J. J. "The Prediction Performance of a Structural Model of Accounting Numbers." *Journal of Accounting Research* 25, núm. 1, primavera de 1987, pp. 139-60.

Wild, J. J. y S. S. Kwon. "Earnings Expectations, Firm Size, and the Informativeness of Stock Prices." *Journal of Business Finance and Accounting* 21, núm. 7 (octubre 1994), pp. 975-96.

Wild, John J. "The Audit Committee and Earnings Quality." *Journal of Accounting, Auditing and Finance* 11, núm. 2, invierno de 1996.

Wild, John J. "Stock Price Informativeness of Accounting Numbers: Evidence on Earnings, Book Values, and Their Components." *Journal of Accounting and Public Policy* 11, núm. 2, verano de 1992, pp. 119-54.

Williamson, R. W. "Evidence on the Selective Reporting of Financial Ratios." *The Accounting Review,* abril de 1984, pp. 296-99.

Wilson, P. G. "The Relative Information Content of Accruals and Cash Flows: Combined Evidence at the Earnings Announcement and Annual Report Release Date." *Journal of Accounting Research,* suplemento 1986, pp. 165-200.

Xie, H. "Are Discretionary Accruals Mispriced? A Reexamination." Documento de trabajo, 1997, University of Iowa.

Zarowin, P. "What Determines Earnings-Price Ratios: Revisited." *Journal of Accounting Auditing and Finance,* verano de 1990, pp. 439-54.

Ziebart, D. A. y D. H. Kim. "An Examination of the Market Reactions Associated with SFAS No. 8 and SFAS No. 52." *The Accounting Review,* abril de 1987, pp. 343-57.